

Pénzügyek és globalizáció



SZTE Gazdaságtudományi Kar
Közleményei 2005/2



X 7471

Pénzügyek és globalizáció

Szerkesztette
Botos Katalin

JATEpress
Szeged, 2005

SZTE Egyetemi Könyvtár



J000368347



© SZTE Gazdaságtudományi Kar, Szeged

Szerkesztette

Botos Katalin

A szerkesztésben közreműködött:

Kiss Ákos

Idegen nyelvű lektor

Fodor Edit, Thomas Williams

Lektorálta

Bélyácz Iván

Botos Katalin

Botos József

Botos Máté

Csillik Péter

Osman Péter

Száz János

Vígváry András

A sorozat szerkesztőbizottsága

Botos Katalin elnök

Garai László

Katona Tamás

Lengyel Imre

Veres Zoltán

Sorozatszerkesztő

Deák Szabolcs

ISBN 963 482 725 X

ISSN 1588–8533

X 747 1

Tartalom

Szerzők	11
Bevezető	13
BEVEZETŐ TANULMÁNYOK	15
Bélyácz Iván: Válságba került-e a vállalati pénzügyi elszámolás hagyományos rendje?	
A benső és a piaci érték konfliktusáról	17
1. A piacok értékmeghatározó erejéről	17
2. A vállalat hozzájárulása a benső érték meghatározásához	19
3. Kísérlet a benső érték torz bemutatására	21
4. Lehetséges kiutak az értékelési válságból	22
Botos Katalin: Az Édentől keletre	25
1. Lisszaboni célok	25
2. A három centrum	26
3. Munkaerőpiac	26
4. Európai lehetőségek	30
Brunnhuber, Stefan: Beyond Globalization Monetary tools towards a sustainable regional development	33
1. Introduction: Six global megatrends	33
2. The overlooked connection: – the money-system	35
2.1. Six side effects:	35
3. A systemic-integrative approach:	37
4. Discussion: The Rawls experiment	41
ÁLLAMPÉNZÜGYEK ÉS NEMZETKÖZI PÉNZÜGYEK	45
Augusztinovics Mária: Népeség, foglalkoztatottság, nyugdíj	47
1. Népeség	47
2. Foglalkoztatottság	51
3. Nyugdíj	53
4. Következtetés	55
Botos Katalin: Állampénzügyek egy kiemelkedő közgazdász szemével	
Képzelt Riport egy 1990. évi parlamenti vitanapról	57
1. Az államgazdaságtan fogalma	58
2. Az államkiadásokról	60
3. Az állam bevételei	63
4. Az államadósságról	69

Fellegi Miklós: Hollandia és az újonnan csatlakozott országok	71
1. Bevezetés	71
2. Népeség	72
2.1. Előregedés	72
2.2. Várható átlagos élettartam	73
3. Gazdaság	73
3.1. Termékstruktúra	74
3.2. Versenyképesség	74
3.3. Árak	75
3.4. Beruházások	75
3.5. Fogyasztás	75
3.6. Tudásalapú gazdaság	76
3.7. Nemzetközi kereskedelem	76
4. Termelékenység	77
4.1. Munkanélküliség	77
4.2. Munkavállalók	77
4.3. Részidős munka	78
5. Államháztartás	79
5.1. Állami bevételek és kiadások	79
5.2. Egészségügy	80
5.3. Oktatás	80
5.4. Nettó befizetők és nettó haszonélvezők	80
6. Összegzés	81

Fodor Edit: Méret utáni szabóság vagy szigorodó diéta?

Avagy a Stabilitási és Növekedési Paktum reformja	83
1. Bevezetés	83
2. A fiskális politikai koordináció az EU-ban	84
2.1. A Maastrichti Szerződés adta keretek	84
2.2. Stabilitási és Növekedési Egyezmény tartalmi elemei	85
2.3. Eljárási folyamatok	85
3. A Stabilitási és Növekedési Egyezmény – az első öt év tapasztalatai	87
3.1. A fiskális pozíciók alakulása 1993–1998 és 1999–2003 között ..	87
3.2. Eljárási tapasztalatok	90
3.3. A SNP erős és gyenge pontjai	91
4. A reform főbb irányai	92
4.1. A Tanács által kijelölt irányok... ..	92
4.2. ...és az arra adható megoldási alternatívák	93
5. Összegzés	94

Halmosi Péter: Az önkormányzati hitelfelvétel lehetőségei és korlátai az

Európai Unió országaiban	97
1. Globális kihívás	97
2. Az önkormányzati hitelfelvétel alapja: az egyensúlyi költségvetés	98
3. Az önkormányzatok hitelfelvételének szabályozása az Európai Unió országaiiban	99
4. Összefoglalás	104

Kovács György: „Globalizációs” kihívások és a magyar pénztörténet	107
1. A XIV. századi európai aranyválság és Károly Róbert pénzreformja	107
2. Az első nagy európai infláció és Bethlen Gábor gazdaságpolitikája	111
3. Az ezüstalapú európai pénzrendszer összeomlása és az Osztrák–Magyar Monarchia	118
4. Összegzés	132

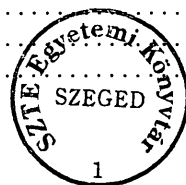
Magas István: A pénzügyi integráció hozadékai a világgazdaságban	
Empirikus tapasztalatok 1970–2002	139
1. Bevezető	139
2. Üzleti ciklusok és csökkenő makro-volatilitás a fejlett ipari államokban ..	141
2.1. Egy történelmi perspektíva	141
2.2. Konjunktúraingadozások az OECD országokban 1970–2002 ..	144
2.3. Összegző állítások a fejlett ipari államok makro-volatilitásáról ..	148
3. A pénzügyi globalizáció (nyitás) hatásai a fejlődő országokban, jóléti és egyéb értelmezések	148
3.1. Potenciális hasznok	150
3.1.1. Fogyasztás kiegyenlítés	150
3.1.2. A külföldi tőke belföldi beruházás és növekedés- élénkítő szerepe	150
3.1.3. A külföldi tőkebeáramlás makrogazdasági stabilitást segítő szerepe	152
3.1.4. A belföldi bankszektor hatékonyságának növe- kedése	152
3.2. Potenciális költségek	153
3.2.1. A tőkeáramlás koncentrációja és a globális forrá- sokhoz való hozzáférés hiánya	153
3.2.2. A beáramló külföldi tőke helytelen belföldi allo- kációja	154
3.2.3. Makroökonómiai stabilitásvesztés	154
3.2.4. A cikluskövető rövid távú tőkeáramlás	154
3.2.5. Csordaszellem, és a pénzügyi válságok áterjedése ..	155
3.3. Empirikus tapasztalatok	156

PÉNZÜGYI PIACOK ÉS VÁLLALATI PÉNZÜGYEK	163
--	-----

Andrássy Adél – Agnieszka Krymarys-Balcerzak – Lentner Csaba – Atsede Woldie: A kis- és középvállalkozások finanszírozása, különös tekintettel a magyar és a lengyel viszonyokra	165
1. A kis- és középvállalkozások helyzete Magyarországon	166
2. A kis- és középvállalkozások, valamint a bankok viszonyának fontossága ..	167
3. Az empirikus vizsgálat eredményei. A vállalkozások és a bankok kapcso- latának főbb jellemzői	168
4. Összegzés	170

Balogh Csaba: Határon túli akvizíciós–fúziós folyamatok és mozgatórugói	173
1. Bevezetés	173
2. Nemzetközi és hazai folyamatok	174
3. A folyamatok mozgatórugói	178
4. Összegzés	182
Csillik Péter – Tarján Tamás: A FED Taylor-szabálya és következményei	
a követő és felzárkózó gazdaságokra	185
1. Bevezetés	185
2. Globalizáció, pénzügyek, és monetáris politika az USA-ban, az EU-ban, Magyarországon	185
3. A Taylor szabály alkalmazásainak feltételei, avagy honnét lehet tudni, hogymilyen az aktuális GDP rész?	190
3.1. A termelési függvény felállítása	191
3.2. A növekedési pálya meghatározása naiv várakozás esetén	193
3.3. A modell előrejelzése és a Maddison adatok alakulása 1870–2000 között	195
4. Összegzés	197
Deák István: A globalizálódó számvitel	201
1. Bevezetés	201
2. Az előzmények	202
3. Harmonizációs folyamatok a számvitelben	206
4. Az Európai Unió kapcsolódó intézkedései	209
5. A magyarországi hatások	211
6. Összegzés	213
Janecskó Balázs: Bázis II. és granularitás	215
1. Bevezetés	215
2. Az IRB módszer matematikája	216
3. Szisztematikus vs. egyedi kockázatok	221
4. Granularitás korrekció	226
5. Záró megjegyzések	229
Juhász Péter: Az emberi erőforrás pénzbeli értékelésének lehetőségei	233
1. Bevezetés	233
2. Etikai felvetések	234
3. Az értékelés célja	235
4. Értékelési modellek	236
5. Javaslat a konzisztens értékelésre: humán többletérték modell	237
5.1. Költség alapú eljárások	239
5.2. Piaci alapú eljárások	239
5.3. Jövedelem alapú eljárás	240
6. Az emberi tőke értékelésének tanulságai	240

Katona Klára: A Magyarországra irányuló működőtőkét meghatározó tényezők vizsgálata	245
1. Bevezetés	245
2. A szakirodalmi háttér bemutatása	246
2.1. A külföldi működőtőke beruházás (FDI) meghatározása és hatótényezői	246
2.2. A kelet-közép európai országokba áramló tőke meghatározó tényezői	248
2.3. Rövid körkép a Magyarországra áramló tőke értékeléséről	249
3. Módszertan	250
3.1. A hatótényezők értelmezése	250
3.2. Adatok és források	250
3.3. Módszertan	250
3.4. Kutatási hipotézisek	250
4. Hatótényezők alakulása, az eredmények értékelése 1990–2002 között	251
4.1. A piac mérete, nyitottsága és az FDI	251
4.2. A privatizáció szintje és az FDI	252
4.3. Adópolitika, ezen belül a társasági adó alakulása és az FDI	252
4.4. A munkaerő költsége valamint kvalifikáltsága és az FDI	254
5. Összegzés	256
Kosztopolosz Andreász: A közszféra szerepe az informális kockázatitőke-piac ösztönzésében	259
1. Bevezetés	259
2. Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac kínálati oldalán	263
2.1. Ösztönző befektetési környezet kialakítása	263
2.2. Az adórendszeren keresztül érvényesített ösztönzési lehetőségek	264
2.3. A befektetések ösztönzése tőkegarancia-rendszerek bevezetésén keresztül	265
2.4. A tőkepiaci komplementaritások katalizálása	266
3. Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac keresleti oldalán	269
3.1. A vállalkozói kultúra fejlesztése	269
3.2. Felkészültség a befektetések fogadására	270
4. Az informális kockázatitőke-piac hatékonyságának növelését célzó beavatkozások: közvetítő intézmények működtetése	272
5. Javaslatok a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében	274
Krénsz Ágota: A tőkeszerkezet meghatározó tényezői	277
1. Bevezetés	277
2. A tőkeszerkezet „mérése”	278
3. A tőkeszerkezetet meghatározó tényezők	279
3.1. Az „alaptétel” és módosítása	279
3.2. Tőkeszerkezet a gyakorlatban	280
3.3. Makrotényezők	280



3.4. Tőkeáttétel és a makroszintű meghatározó tényezők	282
3.5. Mikrotényezők	283
Lublóy Ágnes: A magyar bankközi piacról	285
1. Bevezetés	285
2. A hazai bankközi piac forgalmáról	286
3. A magyar bankközi piac állományi adatai	288
4. A bankközi piac strukturális jellemzőinek áttekintése	291
5. A magyar bankközi piac koncentrációja és struktúrája	294
6. Összegzés	297
Móricz Dániel: Vállalati szolgáltatási nyugdíjprogramok hatása a részvények kockázatára – tőkeáttétel és kereszttulajdonlás	299
1. Bevezetés	299
2. Csak egy vállalat működtet szolgáltatási nyugdíjprogramot – tőkeáttétel	301
3. Az összes vállalat működtet szolgáltatási nyugdíjprogramot – tőkeáttétel és kereszttulajdonlás	303
4. Összegzés	306
Pálosi-Németh Balázs: Tőkepiacok és globalizáció a múlt tükrében	311
1. Bevezetés	311
2. A tőkepiacok fejlődése 1914 előtt	311
3. A tőkemobilitás struktúrája a XX. században	314
4. Néhány elméleti hipotézis	316
5. A hipotézisek alátámasztása	318
6. Összegzés	323
Sebestyén Géza: A CAPM gyakorlati kérdései a hazai tőkepiacra megválaszolva	325
1. Bevezetés	325
2. Alapvető gyakorlati kérdések	326
3. A kutatás célja, adatok	327
4. A kutatás eredményei	328
5. Összegzés	336
Véber Miklós: Részvényárfolyam-modellezés alfa-stabilis Levy-folyamatok segítségével	337
1. Bevezetés	337
2. Miért van szükség árfolyammodellekre?	338
3. A CRR modelltől az alfa-stabilis Levy-folyamatokig	338
4. Az alfa-stabilis árfolyammodell	341
5. Összegzés	347
Contributors	349
Abstracts	351

Szerzők

- Andrássy Adél*, C.Sc. habil. egyetemi docens, Nyugat-Magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (Sopron)
- Augusztinovics Mária*, D.Sc., kutató professzor, Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaságtudományi Kutatóintézet (Budapest)
- Balogh Csaba*, Ph.D. hallgató, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem Királyhelmeci Székhelyen Kívüli Képzés (Királyhelmec)
- Bélyácz Iván*, az MTA levelező tagja, tanszékvezető egyetemi tanár, Pécsi Tudományegyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Vállalati Gazdaságtan és Számvitel Tanszék (Pécs)
- Botos Katalin*, D.Sc., intézetvezető egyetemi tanár, Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)
- Brunnhuber, Stefan*, egyetemi tanár, Würzburgi Egyetem/Pázmány Péter Katolikus Egyetem (Budapest)
- Csillik Péter*, Ph.D., egyetemi docens, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)
- Deák István*, egyetemi adjunktus, Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)
- Fellegi Miklós*, egyetemi adjunktus, Miskolci Egyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügyi Tanszék (Miskolc)
- Fodor Edit*, osztályvezető, Magyar Nemzeti Bank EU-kapcsolatok osztálya (Budapest)
- Halmosi Péter*, egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)
- Janecskó Balázs*, főosztályvezető, Raiffeisen Bank Rt. (Budapest)
- Juhász Péter*, egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem, Vállalatgazdaságtan Tanszék (Budapest)
- Katona Klára*, egyetemi adjunktus, Pázmány Péter Katolikus Egyetem Jog- és Államtudományi Kar (Budapest)
- Kosztópulosz Andreász*, egyetemi adjunktus, Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)
- Kovács György*, egyetemi adjunktus, Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)
- Krénus Ágota*, Ph.D. hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések Tanszék (Budapest)
- Krymarij-Balcerzak, Agnieszka*, egyetemi tanár, Poznan University of Economics (Poznan)
- Lentner Csaba*, habil. egyetemi docens, Nyugat-Magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (Sopron)
- Lublóy Ágnes*, Ph.D. hallgató Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések Tanszék (Budapest)
- Magas István*, C.Sc. egyetemi tanár, Budapesti Corvinus Egyetem, Közgazdasági Kar, Világ-gazdasági Tanszék (Budapest)
- Móricz Dániel*, Ph.D. hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések Tanszék (Budapest)

Pálosi-Németh Balázs, Ph.D. hallgató, Debreceni Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar (Debrecen)

Sebestyén Géza, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem, Vállalkozások Pénzügyei Tanszék (Budapest)

Tarján Tamás, C.Sc., tudományos főmunkatárs, MTA Közgazdaságtudományi Kutatóintézet (Budapest)

Véber Miklós, kockázatkezelő, Raiffeisen Bank Rt. (Budapest)

Woldie, Aisede, egyetemi tanár, University of Glamorgan (Glamorgan)

Bevezető

Aligha van a közgazdaságtudománynak még egy olyan ága, amely annyira szoros kapcsolatban lenne az összes többi gazdaságtudományi területtel, mint a pénzügyek. S éppen ezért, aligha van más olyan terület, amely a globalizmus kihívásaival oly mértékben szembesülni kénytelen lett volna, mint a pénzügytan.

A pénzügytan fogalmát kiterjesztőleg értjük. Benne foglaltatik a pénzülmélet, a mikro-szféra pénzügyei, a vállalatok és a magánszemélyek pénzügyi döntései, az állampénzügyek, a közvetítő szektor pénzügyei és a nemzetközi pénzügyek egyaránt.

A magyar nyelv gazdagsága itt most cserben hagy bennünket, mert ez a mindent egyszerre fedő fogalom csak külön értelmező szótárral használható. A pénz – Geld, money – a modern gazdaságban a teremtett valuta, a fiat money, a maga nagyszerűségével és problémáival. Pénzügytan innen nézve a monetáris politika tárgykörében értelmezhető: pénz és pénzüpolitika. A modern pénzülmélet nem azt elemzi, hogy micsoda is a pénz, hanem azt vizsgálja: hogyan hat az, amit pénznek nevezünk. A bankrendszer pénzteremtő tevékenységével foglalkozik, a pénz keresletével és kínálatával, lényegében e piac törvényszerűségeit ragadja meg és számszerűsíti. E piac szereplői döntően a magángazdaságból kerülnek ki, de megjelenik a piacon a közsféra is. Az állam is ügyfél, hiszen hitelre, pénzre van különböző célokra szüksége.

Egy bő évszázaddal ezelőtt a pénzügytan még kizárólag az állam pénzügyi műveleteit, annak törvényszerűségeit jelentette. Úgy definiálták, mint az államháztartás szervezetét, hatásait és fejlődési törvényeit tárgyaló illetőleg kiderítő tudományt (Kautz Gyula: Államgazdaság- vagy Pénzügytan, Budapest Franklin-Társulat, 1885. 16. o.). Azaz, pénzügytannak az állami pénzügyeket tekintették. Tehát pénzügyeken a fiskális politikát értették. A mi értelmezésünkben a monetáris és fiskális kérdések, a mikro- és makroszintű pénzügyi törvényszerűségek, a nemzetközi pénzügyi rendszer struktúrája mind beletartozik a pénzügytan fogalmába. Ugyanakkor a pénzügytan rendkívül szerves része a közgazdaságtudománynak. Alig elválaszthatóan kötődik a mikro- és makroökonómiához. Ha levesszük a polcra a Samuelson-t, fontos fejezetei az adózásról, pénzteremtésről, a pénz- és tőkepiac rendszeréről – vagyis a pénzügyek alapjairól szólnak.

A pénzügytan határos más tudományterületekkel is. Olyan fogalmak, mint pénztartási, megtakarítási hajlandóság, adómorál és jogkövető magatartás az állampénzügyekben, a befektetői viselkedés, nem érthetőek meg a pszichológia segítségével. Állampénzügyek, bankműködés, társasági pénzügyek, tőzsde működése nem értelmezhetőek a pénzügyi jog, a magánjog bizonyos területeinek behatóbb ismerete nélkül. A megtakarítások alakulása, az infláció várható értéke nem becsülhető konkrét szociológiai ismeretek nélkül. A nemzetközi pénzügyi rendszer működési mechanizmusát nem érthetjük meg történelmi ismeretek nélkül. Bártran állítom, hogy a kérdés fordítva is igaz. Ki értheti meg a Fekete gyémántok tőzsdemenetét, a Disznófejű Nagyúr szimbólumát, vagy a népköltést – némi pénzügyi fogalom nélkül:

Se ökör, s bankó,
Hallod-e, te Jankó,
Igen sok pénz nem jó,
Szerencse forgandó.

Arról nem is beszélve, hogy a történelem modern korunkban egyszerűen érthetetlen a gazdasági ismeretek – méghozzá eléggé alapos – ismeretek hiányában. Habár napjainkban az economic imperialism jelenségét gyakran erős ellenérzéssel idézik költők, írodalmárok, olykor politikusok is, azt hiszem, szembe kell néznünk a gazdaságkor tényével. A pénzügyi szemlélet át- meg áthatja mindennapjainkat, létünk különböző dimenzióit. Kihívás ez – s nem biztos, hogy pusztán az emberi lét elanyagiasodását, a pénz mindenek feletti uralmát jelenti. Meg kell tanulnunk éles határvonalat húzni, hogy eddig és ne tovább. De a hajóból nem lehet kidobni a folyamatokat közös nevezőre hozó pénzt. Nem kötelező csak pénzért dolgozni – de nem kerülhető el, hogy pénzzel dolgozzunk. A pénzügyi mutatók ismerete nem zárja ki, hogy ne azok mentén döntsünk, éppen ellenkezőleg: előfeltétele, hogy a más-képp döntés árát felmérhessük.

Más oldalról viszont, nem tekinthetjük a pénzügytant természeti törvény erejével ható tudománynak. A pénzügyi rendszerek működését ember alkotta, ember képes azt megváltoztatni. Az aranystandard nem olyan törvény volt, mint a szabadesés. Sem a dollárstandard rendszer, sem a maastricht-i kritériumok, sem az euró-rendszer működése nem az. Éppen ellenkezőleg: korlátokat csak az emberi elme teljesítőképessége szabhat a reálgazdaság gyarapodásának. A pénz nem, hiszen, ha kell, az innovációk feltalálják a legkülönbözőbb pénz-helyettesítőket, áthidalják a pénzügyi rendszer működésének hiányosságait. Az már más kérdés, hogy az anyagi motivációnak milyen szerepe van mondjuk a találékonyságban, az innovációban, a modernizáció anyagi alapjainak megteremtésében. Csakhogy ez nem a pénz, hanem az emberi lélek törvényszerűsége – íme a bizonyíték, mennyire elválaszthatatlan szakmánk a tudományok szélesebb körétől.

Szívből kívánom, hogy konferenciánk a közpénzügyek és a magánpénzügyek – tehát a szélesen értelmezett pénzügytan gazdagítására szolgáljon.

Szeged, 2005. január

Szerkesztő

Bevezető tanulmányok

Válságba került-e a vállalati pénzügyi elszámolás hagyományos rendje? A benső és a piaci érték konfliktusáról

Bélyácz Iván*

A tőkepiaci befektetések piaci értékelése és a piac legyőzhetősége régóta foglalkoztatja mind az elmélet képviselőit, mind a piaci szereplőket. Ez az írás abból indul ki, hogy a piaci érték a benső érték tükröképe kell hogy legyen, hatékony és egyensúlyi helyzetben levő piacon. A vállalat tekinthető a benső érték meghatározásának autentikus piaci aktoraként. Az új gazdaság által előidézett körülmények között, de attól függetlenül is a vállalatok egy része kísérletet tesz a benső érték becslésének manipulálására. A tanulmány e kísérletek minősített eseteire hoz példát, s egyben keresi a kiutat eme újkeletű értékelési válságból. Az írás fő következtetése abban áll, hogy a manipulációk kivédése érdekében szükség van a vállalatok piaci transzparenciájának növelésére, a testetlen javak korrekt és elfogulatlan értékelésére valamint a felelős vállalati vezetés működésének tökéletesítésére.

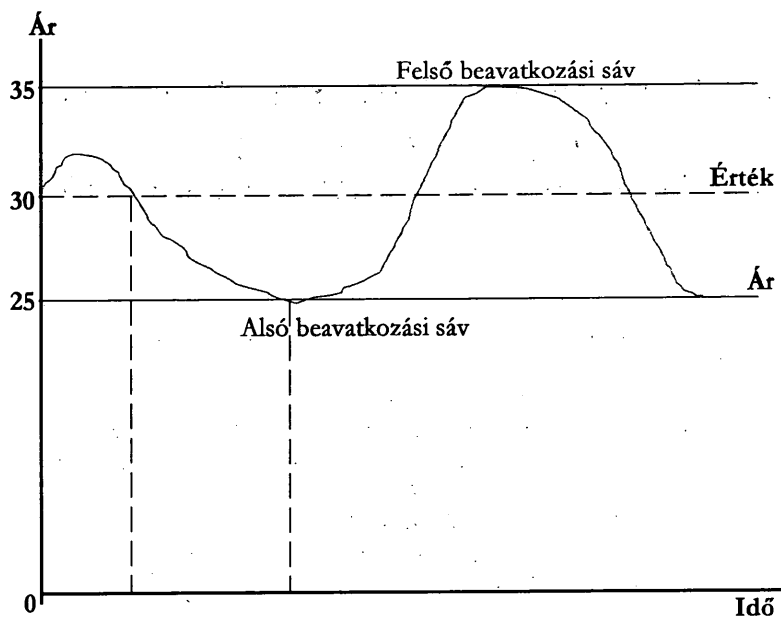
1. A piacok értékmeghatározó erejéről

Az értékpapírák a benső érték körüli véletlen fluktuáció eredményei. Amikor az értékpapír ára jelentősen eltávolodik a benső értékről, akkor a piaci szereplőknek megéri beavatkozni, s korrigálni ezt az egyensúlytalanságot. Az értékpapírral kereskedők beavatkozási sávot húznak a benső érték köré, s a beavatkozás a felső és alsó határ elérésekor történik, ilyenkor az árat a benső érték felé térítik el.

Samuelson írta le az értékpapírpiacon viselkedését tökéletesen kompetitív vagy tökéletesen hatékony viszonyok között. Definíciója szerint, a tökéletesen hatékony árak olyan piaci árak, amelyek tükröznek minden információt. A tökéletesen hatékony árak „folytonos egyensúlyban” vannak – Samuelson szerint, s e folytonos egyensúly időben állandóan változik. Minden olyan esetben, amikor új információ válik ismertté, akkor az értékpapír benső értéke megváltozik, s az értékpapír piaci ára eme új értékhez igazodik. Az igazodás sebessége jelzi az ár hatékonyságát. A tökéletesen hatékony értékpapír ár úgy kerül folytonos egyensúlyba, hogy az értékpapír benső értéke véletlen bolyongással fluktuál, s a piaci ár minden időpillanatban megegyezik a fluktuáló piaci értékkel. Az aktuális piaci ár a különféle benső értékbecslések konszenzusát tükrözi. E folyamatot mutatja be az alábbi négy ábra.

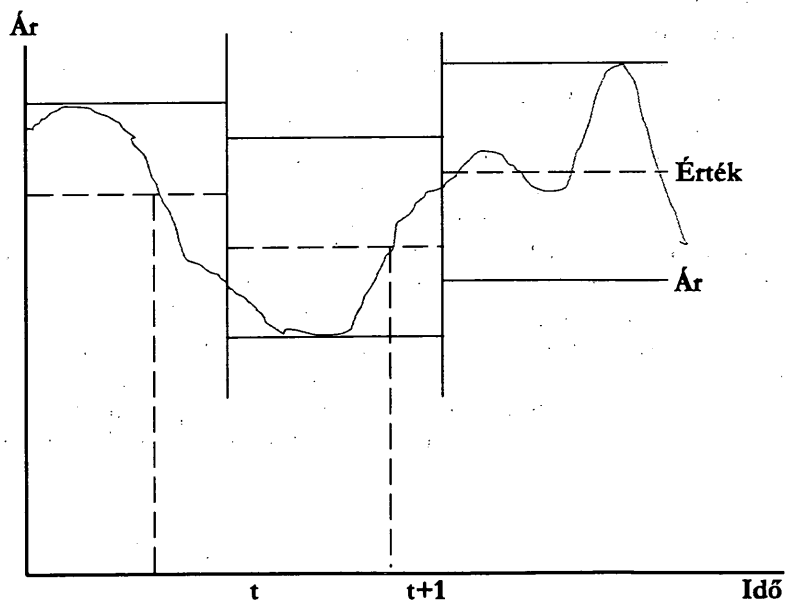
* Bélyácz Iván, az MTA levelező tagja, tanszékvezető egyetemi tanár, PTE Közgazdaságtudományi Kar, Vállalati Gazdaságtan és Számvitel Tanszék (Pécs).

1. ábra. Véletlenszerű részvényár fluktuáció a beavatkozási sávon belül
– változatlan benső érték.



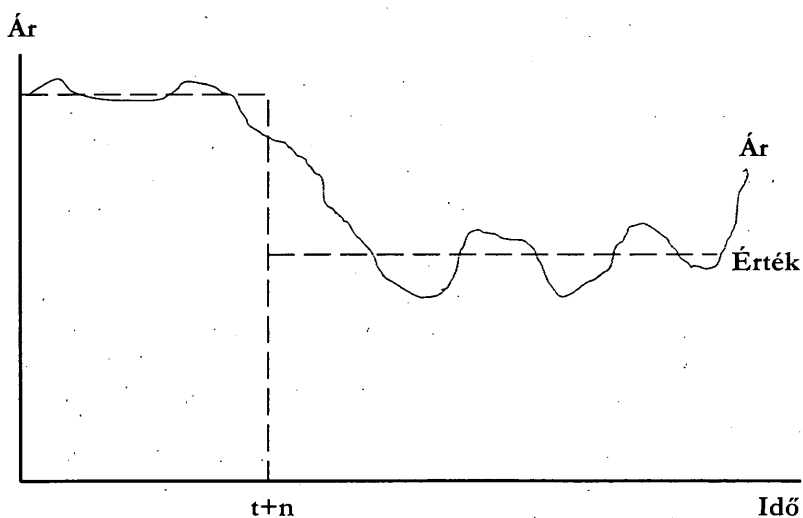
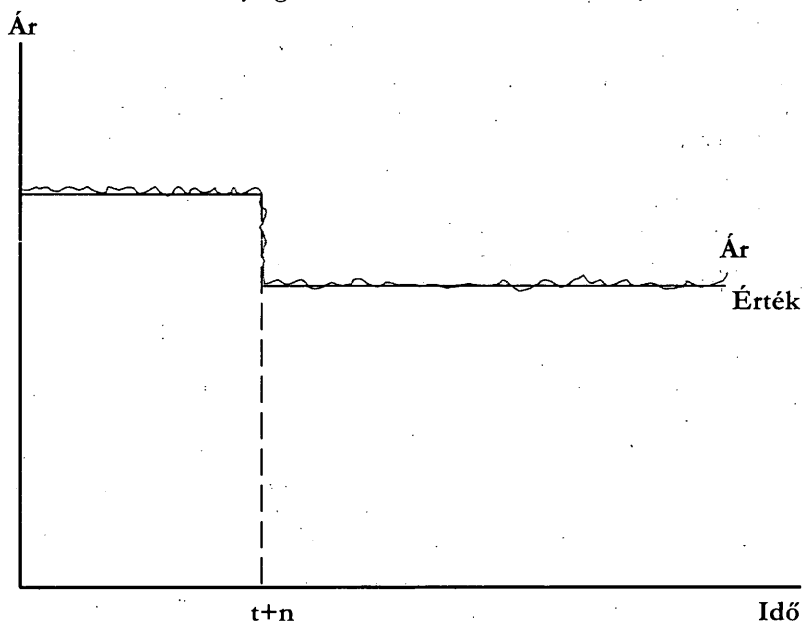
Forrás: Saját szerkesztés

2. ábra. Véletlenszerű részvényár fluktuáció a beavatkozási sávon belül változó érték.



Forrás: Saját szerkesztés

3. ábra. Az árhatékonyság változó esetei – erősen hatékony ár fluktuáció.



Forrás: Saját szerkesztés

2. A vállalat hozzájárulása a benső érték meghatározásához

A vállalat értékét a részvényt piacon a vállalat részvényeivel kereskedő nagy befektető csoportok interakciói határozzák meg; ez nem a vállalat dolga, nem a menedzsmentnek vagy a számviteli szakembereknek kell értékelní a vállalatot. A vállalat kell információ t szolgáltatson a befektetők számára a vállalat értékeléséhez. Nem mondhatjuk meg a piacnak, hogy

mennyire értékelje a vállalatot. Ha a vállalat mégis kísérletet tenne erre, akkor ez a piac bizalmának elvesztésével járna.

Az ezredfordulón a nagy tőkepiaci internetboom és a nagyvállalati csődök idején válasza váró kérdések sokasága fogalmazódott meg:

- Hogyan határozhatja meg a piac egy olyan két éves vállalat értékét, amely évente dollármilliókat veszít, s eladott termékét igen nehéz körülírni? Mekkora értéket rendel hozzá a piac: 1, 5 vagy 10 milliárd dollárt?
- Milyen típusú információkra van szükségünk olyan új vállalat értékeléséhez, amely kipróbálatlan üzleti modellt testesít meg?
- Hogyan lehet a gyors technológiai váltás közegében információkat szerezni a vállalatokról?
- Kisbefektetők vajon hátrányban vannak-e a nagyokkal szemben, különösen akkor, ha gyors növekedésű vállalatokba akarnak befektetni?
- A részvénytőkepiacok magas fokú volatilitása nem jár-e veszéllyel a finanszírozási piacokra nézve?

Lényegében arra keressük a választ, hogy a vállalati információk mai közzétételével a befektetők hozzájutnak-e mindama információkhoz, amelyek szükségesek a vállalat értékének becsléséhez. Ha erre szükség van, akkor mit tehetnek a kormányok, az üzleti szervezetek és a vállalati vezetés a közzététel javítása érdekében?

Általános érvényű megállapítások tehetők a vállalatok értékelésével összefüggésben:

- Az „új gazdaság” értelmét a szokványosnál tágabbnak kell tekintenünk, hiszen az új technológiák minden vállalatot átformálnak, sőt a gazdaság egészét is. Létfenntartású nyomon követni e változó közegben a vállalatok által közzétett információk változó tartalmát, s közzétételük célszerű módját.
- Az érték alapvető mozgatója volt és maradt a vállalat profit- és cash-flow generáló képessége. Egyértelmű az, hogy a profit- és cash-flow generáló potenciál felmérése jelentősen megnehezült egy olyan közegben, ahol a gyors technológiai változások új üzleti modelleket hoznak létre, új győztesek és új vesztesek tűnnek fel lélegzetelállító ütemben, mindezek azonban nem változtatják meg az értékalkotás alapvető gazdasági elveit.
- Minden korábbiánál több információ áll rendelkezésre, minden eddiginél több ember számára, mindez a lehető leggyorsabban, s ez nagyon pozitív fejlemény. A gyors változások és a nagyfokú bizonytalanság közegében a befektetők teljesebb információellátást igényelnek, s annak elérését a lehető leghamarabb. A ma hiányzóknak tekinthető releváns információk többsége ágazat- és vállalat-specifikus, így nincs szükség több regulációra. Az információk közzététele úgy javítható, ha olyan közeg jön létre, amelyben a vállalatok – a standard finanszírozási kimutatásokban szereplőkön túl is – közzétehetnek információkat, könnyen és biztonságosan.
- A vállalatok hajlamosak arra, hogy maguktól csak a róluk szóló kedvező információkat tegyék közzé, a kedvezőtlen üzenetet hordozókat nem. A piaci erők büntetik azokat a vállalatokat, amelyek elhallgatják a fontos információk egy részét.
- A vállalatoknak érdekelteknek kell lenniük abban, hogy több információt juttassanak el, több csatornán. A befektetőknek pedig tudniuk kell, hogy mely információk puhák, melyek kemények vagy spekulatívak.

3. Kísérlet a benső érték torz bemutatására

Erősödően kompetitív környezetben nagyon fontos, hogy a vállalatok jó benyomást keltsenek magukkal kapcsolatban. A vállalatok természetesen keresik az adatok javításának módjait. Az elmúlt néhány évben arra is akadt példa, különösen az Egyesült Államokban, hogy a vállalatok megkérdőjelezhető eszközöket használtak arra a célra, hogy kedvezőbben tüntessék fel magukat a valóságosnál. Néhány eset példája feltárta, hogy több, nagyon virágzónak látszó multinacionális cég súlyosan megsértette a számviteli szabályokat. A piac elvesztette bizalmát e vállalatokban, amelyek nagy veszteséget szenvedtek, vagy egyenesen csődbe mentek.

Vita robbant ki arról, hogy milyen is valójában a vállalati számvitel hitelessége, s hogy szükség van-e szigorúbb szabályozásra ahhoz, hogy a vállalatok korrekt képet mutassanak magukról. Ugyancsak a viták középpontjába került a vállalati vezetés (corporate governance) minősége is. Példáink két vállalatra korlátozódnak, az Enron és a WorldCom cégre.

2001 elején az Enron részvényeinek ára esni kezdett. Ennek hátterében az állt, hogy az Enron szabálytalanul használta részvényeit, hitelezők és befektetők által nyújtott kölcsönök és kötelezettségek fedezeteként, s ez finanszírozási értelemben növekvő nyomást gyakorolt a vállalatra. A vállalat fő törekvése a finanszírozási kimutatások veszteségének csökkentése volt, továbbá óvakodott attól, hogy újabb kölcsöntőke kerüljön a vállalat mérlegébe, mert az rontaná a vállalat adóbsbesorolását. E manipulációban kulcsszerepe volt több különleges célú egységnek (special purpose entity), amelyeket arra használtak, hogy segítségével lefedezhessenek (hedge) bizonyos Enron befektetéseket. A tipikus tranzakció keretében az Enron saját részvényeit transzferálta a különleges célú egységbe, váltó vagy cash ellenében. Viszonzásként a különleges célú egység lefedezte az Enron mérlegének valamely befektetését, fizetési forrásként éppen az Enron által transzferált részvényt használva. Amikor az Enron részvényeinek ára csökkenni kezdett, akkor az aláasta az Enron fedezetét, s ez tovagyűrűzve tovább csökkentette az Enron részvényeinek árát. Amikor az Enron befektetés értéke és az Enron részvényára egyidejűleg esett, akkor a különleges célú egységnek nem lehetett elegendő eszköze a hedzseléshez.

A fő gondot az okozta, hogy a különleges célú egységben nem volt megfelelő, független tulajdoni hányad, s az egység valójában az Enron által irányított, fiktív vállalkozás volt. Az abúzus lényege az volt, hogy a hedzselési tranzakció valójában nem jelentette a gazdasági kockázat transzferálását is. 2001 őszén a vállalat 618 millió dolláros veszteséget jelzett, amiből 544 millió dollár a lefedezési tranzakcióhoz kapcsolódott, amelyet különleges célú egységekkel kötöttek. Az Enron ugyancsak bejelentette a tulajdonosi részvénytőke 1.2 milliárd dolláros csökkentését e számviteli hibákból eredően, kötődve a különleges célú egységekhez. 2001 novemberében az Enron bejelentette 1997–2001 közötti finanszírozási beszámolóinak felülvizsgálatát. Ez 600 millió dollárral csökkentette a vállalat 1997–2001 közötti profitját, és 2,5 milliárd dollárral növelte a vállalat könyveiben a kölcsöntőke összegét.

A különleges célú egység legitim tőkepiaci konstrukció, amelynek négy szereplője van: a szponzor vállalat, maga a különleges célú egység, a hitelező és a befektető. Szabályos körülmények között ez az üzleti entitás tőketeremtő tranzakció céljaira használható. A szponzor vállalattal történő törvénytelen összefonódás esetén, és független tulajdonosi ellenőrzés hiányában meg van annak a lehetősége, hogy a különleges célú egységet a kötelezettségek elrejtésére használják, hogy a befektetők erről ne tudjanak. Ha a vállalatok a különleges célú egységet manipulációra használják, akkor kölcsöntartozás kerül ki a mérlegből, s a befek-

tetők nem szerezhettek pontos képet a vállalat valódi eladósodottságáról. Az Enron lépéseinek az volt a célja, hogy kölcsöntőkét iktasson ki a vállalati mérlegből. A kockázat e tranzakcióval csupán az Enron által birtokolt és lefedezett eszközökre került át. Bár az Enronnak meg volt a joga azt követelni a különleges célú egységtől, hogy vásárolja meg ezeket az eszközöket, előre meghatározott áron, ha azok ára esne, de ez a követelés értelmét veszítette az által, hogy a különleges célú egység tőkésítése kizárólag Enron részvényeken alapult. Az Enron saját befektetéseit nem hiteles külső partnerrel fedeztette le, hanem saját magával.

A másik esetet említve, 2002 nyarán vált világossá, hogy a WorldCom minden idők egyik legnagyobb számviteli hamisítását követte el, mintegy 3,8 milliárd dollár értékben. Vizsgálat tárta fel, hogy a vállalat 2001–2002-ben, 3,8 milliárd dollár működési költséget beruházásként könyvelt el. Ez a hibás könyvelés a WorldCom cash-flow helyzetét a valósághoz képest lényegesen kedvezőbbnek mutatta. Ez a számviteli eljárás befolyásolta a nettó profit alakulását, mivel a költségeket időben szétszórta, a jövedelemmel szembeni azonnali értékesítés helyett.

4. Lehetséges kiutak az értékelési válságból

Az elszámolási rendszer vázolt krízise ráirányította a figyelmet a vállalati vezetés (corporate governance) szerkezeti problémáira is. A részvénytulajdonosok, a menedzsment és az igazgatótanács együttműködési vagy rivalizációs erőterében születnek a vállalat sorsát befolyásoló, legfontosabb döntések. A vezetéssel szemben az a piac alapvető követelése, hogy az összes új, piacérzékeny információt a vállalatról azonnal nyilvánosságra kell hozni. Ezen információkon keresztül a befektetőknek joga van tisztában lenni a vállalat valós finanszírozási helyzetével, hogy pontosan értékelhessék a vállalat részvényeit. A helyes árazás és a hatékony kereskedés megteremtí az új tőkéhez jutás biztos lehetőségét. Az új, árérzékeny információk azonnali közlési köteleme azt jelenti, hogy olyan információkat kell azonnal közreadni, amelyeknek anyagiasult hatása lehet a vállalati részvények értékelésére, s amelyek megváltoztathatják a vállalatról korábban szerzett benyomásokat.

A számviteli hamisítást elkövető vállalatok azért használták manipulációs céllal a különleges célú egységeket, mert ezek – meghatározott tulajdonlási feltételek esetén – a konszolidáció mellőzését tették lehetővé. A visszaélések többsége az ún. mérlegen kívüli tételek manipulációjához kötődött. Az értékpapírosításon keresztül, és a finanszírozási derivatívok segítségével számvitelileg ellentmondásosan kezelt eszközök, súlyosbíthatják a számviteli krízist. Gondok forrása volt az auditorok függetlenségének megkérdőjelezhetősége. Az egészséges gyakorlat akkor alakul ki, ha az auditorok más szolgáltatást (pl. tanácsadás) nem végeznek az auditált vállalat részére. Biztosítani kell az igazgatótanácsi tagok függetlenségét, s ki kell küszöbölni az összeférhetetlenséget. Ez is gondot okoz, ha a menedzseri kompetencia nem kötődik a vállalati eredményhez, ugyanakkor az is problémát okozhat, hogy ha ez a kötődés túl szoros, mert az utóbbi esetben a menedzserek az eredmény manipulálására is törekedhetnek. A corporate governance a vállalat etikus működését is jelenti. Eszerint a vállalatot a részvényesek hasznára irányítják, s nem a menedzserek személyes előnyére. Meg kell akadályozni azt, hogy a menedzsment és az igazgatótanács vagy önmagát, vagy egymást favorizálja. Olyan számviteli szabályok nem alkothatók, amelyek megóvnak az illegális gyakorlattól. A WorldCom példája arra bizonyíték, hogy a manipuláció nem a

szabályok egyértelműségének hiányával, vagy a szabályozás hiányosságaival magyarázható. Ha a kiadásokat tőkésítik ahelyett, hogy költségesítenék, akkor az egyértelműen a számviteli szabályok helytelen alkalmazására utal. A WorldCom esete nem számviteli ügy, hanem minden kétséget kizáróan bűnügy.

A múltbeli adatok fontosak, de elégtelenek olyan információk nyeréséhez, amelyek elengedhetetlenül fontosak a gyors növekedésű vállalatok profit- és cash-flow potenciáljának meghatározásához. A befektetőknek ismerniük kell a vállalat üzleti modelljét, termékeinek piacát, versenyképességét meghatározó tapintható és testetlen eszközzeit, menedzsment-teamjének minőségét. A közzététel javításának középpontjában három dolog áll: a testetlen eszközök szerepe, a működésteljesítmény mérőszámai, s az előretekintést biztosító információk. Nem sok értelme volna annak, hogy értéket adjanak a testetlen eszközöknek, és hozzáadják azokat a mérleghez. Több értelme volna annak, hogy a vállalatok információkkal látnák el a befektetőket, a testetlen eszközök jövőbeli profitra és cash-flowra gyakorolt hatásáról. Ennek az a magyarázata, hogy a testetlen eszközök az érték közvetett mozgatói.

A testetlen eszközök iránti érdeklődés azért nőtt meg, mert az új Internet vállalatokhoz úgy rendelték nagy értéket, hogy azoknak sem profitjuk nem volt, sem tapintható javaik, de nagy tömegű testetlen javakkal bírtak, mint például: kizárólagos tulajdonú technológia, innovatív üzleti folyamatok, s elismert márkánév.

Fontos tapasztalat, hogy sok vállalat folyó piaci értéke lényegesen meghaladja könyvszerinti értékét. E különbség jórészt a testetlen eszközöknek köszönhető, mivel a gazdaságban a hangsúly a fizikai tőkéről az intellektuális tőkére helyeződik, az érték keletkeztetésében. A számviteli rendszer nem rögzíti a testetlen eszközök többségét a mérlegben, s ez kifogás tárgya lesz.

A végső következtetés az lehet, hogy a kialakult helyzet megoldására nem több regulációval, a szabályok szigorításával kell válaszolni, hanem a befektetők mind teljesebb tájékoztatásával.

Felhasznált irodalom

There is a Link Between Executive Compensation and Accounting Fraud?
/groups.haas.berkeley.edu/accounting/workshop/fall2003
The Frand Diamondi Considering the Two Elements of Fraud
/nysscpa.org/cpajournal/2004/1204/essentials/
Corporate Crisis and Corporate Malfeasance – Social and Economics
/globalpolicy./org/socecon/crisis/indexcorp
Sarbanes – Oxley – Financial and Accounting Disclosure Information
/Sarbanes-oxley.com/displayposts.php/

Az Édentől keletre

Botos Katalin*

Itt, a Lajtán innen, mindnyájan az Édentől keletre vagyunk. Hány éven át volt a vágyott Éden a bécsi bevásárló körút, a londoni Big Ben, a párizsi Eiffel-torony. Ma már szabadon elutazhatunk „Nyugatra” e csodákat látni, ha pénztárcánk engedi.

Csak hogy Európa nyugati része is keletre van az USA-hoz képest. Nagy, nemzetközi versengés van a világ vezető centrumai között. Vita nincs. Az elsőség nem kétséges. De vajon ez a helyzet annyira determinált, hogy nem lehet változtatni rajta? Hiszen ami az emberen múlik, az lassú, de szívós munkával csak megváltoztatható! Vagy van olyan objektív adottság, amely miatt az amerikai módszerek semmiképp nem köpirozhatók? Egyáltalán: a mai tudásalapú posztindusztriális társadalomban mi van, ami külső adottságoktól, s nem az embertől függ?

1. Lisszaboni célok

Az biztos, hogy a kesztyűt kénytelen felvenni Európa. Versenyképességét növelendő, ambiciózus célokat tűzött maga elé Lisszabonban.

Gyorsan növekvő, versenyképes, tudásalapú gazdasággal rendelkező, de *szociális kohéziót megvalósító* közösséggé szeretné magát formálni az Unió. Az az Unió, amelynek már mi is a tagjai vagyunk. A célkitűzés lényegében kettős feladatot foglal magában: azt, hogy versenyképesek legyünk a nemzetközi megmérettetésben, de ne adjuk fel, hogy a társadalom tagjai felelősek egymásért, tehát biztosítsuk a szociális kohéziót is. Nem kis feladat e kettő együttl! Vajon kivitelezhető-e? S mi ehhez a magyar gazdaság és társadalom viszonya?

Kedvenc mondatom, hogy *mozgó vadra lövünk*. Igyekezzünk alkalmazkodni az EU kihívásaihoz, versenyfeltételeihez, de az utolérendő minta is egyre alakul, változik. A nemzetközi erőközpontok versenye arra kényszeríti Európát, hogy a vágyott Éden szabályai szerint játsszon. A kérdés csupán az, hogy másolhatóak-e ezek a szabályok? S vajon mi, magyarok, képesek vagyunk-e ezen szabályoknak megfelelően versenyképes gazdaságot teremteni?

A jelen tanulmányban azt szeretném körüljárni, hogy miben is rejlik a mintaállam sikerének titka. Adataim az ECB, az Európai központi Bank 2003-as jelentésére támaszkodnak. *Valutáris egységeket, és nem országokat* hasonlítok össze. Reményeim szerint ki fog derülni a tanulmány végén, hogy *nem véletlenül*. A valutarendszer szerepe ugyanis óriási a kialakult reálgazdasági viszonyokban. Az USA, az Euró-zóna és Japán adatait nézzük meg, sajátos logika szerint.

* Botos Katalin, D.Sc., intézetvezető egyetemi tanár, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged).

1. táblázat. Posztindusztriális gazdaság
(2002)

Termelési ágazatok: ⁽⁴⁾	Egység	Euro zóna	USA	Japán
Agrár, halászat, erdőgazdaság	GDP %	2,3	1,3	1,3 ⁽²⁾
Ipar (építőipar)	GDP %	27,4	21,6	29,4 ⁽²⁾
Szolgáltatások (nem piaci szolgáltatások)	GDP %	70,6	77,1	69,3 ⁽²⁾

⁽²⁾ 2001-es adat

⁽⁴⁾ Reálértéken számolva

Forrás: ECB éves jelentés 2003.

2. A három centrum

Az egységesült Európa sóvár szemekkel tekint az Egyesült Államok gazdasági eredményeire. Most, hogy immáron létszámban is meghaladjuk az Államokat, jó lenne meglesni a titkot, minek köszönheti fantasztikus sikerét, mi az oka, hogy ott *az egy főre eső GDP mintegy másfélszerese az európainak, vagy a japánnak.*

Igaz, a második világháború után még magasabb volt a világ GDP-jéből az USA részaránya. Európa sikeresen felzárkózott, de szemmel látható, hogy a jövedelemtermelő képesség a tengeren túl nagyobb.

Ha az ágazati szerkezetet vizsgáljuk, látható, hogy mindhárom terület gazdasága ipar utáni, szolgáltató szektor dominálta. Vezet e téren is az USA, ott a legmagasabb a szolgáltató szektor aránya, Japán és az Eurózána közel egy szinten van. Az agrárium egy hajszállal, éppen egy százalékponttal magasabb az euró övezetben, de a kelet-európai adatokhoz képest – így a magyarhoz képest is – jóval alacsonyabb.

3. Munkaerőpiac

Vajon az lenne a titok nyitja, hogy az USA-ban sokkal inkább a munkának szentelik az életüket az emberek, mint Európában? Bizony, jóval magasabb az aktivitás az Újvilágban. Korán kezdenek dolgozni, és későn hagyják abba. Az amerikai diákok már megkeresik azt a pénzt, amiből tanulhatnak, s az idős korúak a munka hősi halottjai lesznek. Nem kockáztatunk sokat, ha azt állítjuk: a sajátos amerikai lelkialkat, a függetlenség mindenek felett való szeretete nyilvánul meg abban, hogy szeretnek az emberek a saját lábukon állni, s lehetőleg elkerülni, hogy másokra rászoruljanak. Ami azért egyben kényszer is, hiszen nincs kiépítve a társadalmi gondoskodás, a szociális háló úgy, mint Európában. Sajátos társadalmi szerveződés és ideológiai háttér miatt többé-kevésbé a japánokra is áll, hogy magas az aktivitás. Ami imponáló, ne mondjuk, irigylésre méltó, az az amerikai és japán alacsony munkanélküliségi ráta. Tehát aki keres, az talál is ezekben az országokban munkahelyet. Va-

jon miért? Egyszerűen lustábbak lennénk, leszoktunk a munkáról, éppen azért, mert van megoldás a szociális piacgazdaság jóvoltából, s nem kell feltétlenül éhen halnia annak, aki nem dolgozik? Aligha tagadható, hogy ebben van valami.

2. táblázat. Munkapiaci helyzet
(2002)

	Egység	Euro zóna	USA	Japán
Aktivitás aránya	%	68,2	76,4	72,7 ⁽²⁾
Foglalkoztatási ráta ⁽⁵⁾	%	62,4	71,9	69,1 ⁽²⁾
Munkanélküliségi ráta	%	8,4	5,8	5,4

⁽²⁾ 2001-es adat

⁽⁵⁾ A munkaképes korosztály (15–64) számának százalékában

Forrás: ECB éves jelentés 2003.

Az is tény azonban, hogy a munkaerőt társítani kell a tőkével, hogy munkafolyamat legyen belőle. Akármennyire is szolgáltatási típusú gazdaságban élünk. Vagy tudomásul kell venni bizonyos túlfoglalkoztatást, a termelékenység alacsonyabb szintjét, hogy mindenkinek legyen munkahelye. Ami veszélyes erkölcsromboló, munkamorállazító lehet, amellet, hogy a versenyképességet rontja. (Zárójelben jegyzem meg, hogy keleti morál kell hozzá, a költelességtudat maximális érvényesülése, hogy ez ne így legyen. A japánok versenyképessége a magas foglalkoztatás mellett minden bizonnyal innen eredeztethető.)

Honnan van az amerikaiaknak e sok munkás kézhez elegendő tőkéjük? Ennyi lenne a hazai nettó megtakarítás? Aligha, hiszen közismert, hogy valamennyi piaci szereplő eladósodott. Nos, de *hogyan van erre módja* a piaci szereplőknek? *Azért, mert a piac lehetővé teszi.* Azaz, szívesen meghitelezik tevékenységüket a pénzteremtésre képes intézmények. Nekik miért, és miért nem az európai szereplőknek? Mondhatjuk, hogy itt is van társadalomlélektani válasz. Az eladósodástól, mint függéstől, – noha láttuk, szabadságára mennyire kényes – kevésbé fél az amerikai polgár. Ezzel szemben nagyon sok európai nációra jellemző, hogy addig szeret nyújtózkodni, ameddig a takarója ér. Éppenséggel akkor érzi magát szabadnak, ha nem függ a hitelezőktől. A japánok meg közismertek takarékoságukról.

Ha mindenképpen gazdaságpszichológiai magyarázatot keresünk, szolgálhatok azzal is. Az amerikai pénzügyi rendszer sokkal inkább a tőkepiaci finanszírozást alkalmazza, így az a függés, ami a hitelezőktől származhat, kisebb. Hiszen aki megvette kölcsönt jelentő értékpapíromat, nemigen szólhat bele, hogy mit csinálok a pénzzel, a kockázat nála van. A hitelre alapozott európai rendszerekben a bankok gyámkodása sokkal erősebb, hiszen ők felelnek a pénzt kölcsönadók felé a visszafizetésért. Így a függés is erősebb.

Azért nézzük meg a másik oldalt is! Az sem közömbös, *miért áramlik szívesen a tőke* a vállalkozó szellemű amerikaiakhoz? Aligha tévedünk, ha ennek egyik okát a *kedvező amerikai adózási rendszerben véljük megtalálni.*

Alacsonyak az adók, különösen az *direkt adók.* (Csak Japánban alacsonyabb, mint Amerikában a direkt adók szintje, ők is mindent megtesznek, ami a kormány kompetenciájában van, a versenyképesség tartása érdekében.)

3. táblázat. Államháztartási adatok
(2002)

Költségvetés	Egység	Euro zóna	USA	Japán
Szuficit vagy deficit	GDP %	-2,2	-3,4	-6,7
Bruttó adósság ⁽⁶⁾	GDP %	69,2	59,2	154,4
Költségvetési bevételek	GDP %	46,1	30,8	33,5
direkt adókból	GDP %	12,2	12,8	9,1
indirekt adókból	GDP %	13,4	7,7	8,5
társadalombiztosítási járulékból	GDP %	16,0	7,2	10,8
Költségvetési kiadások	GDP %	48,4	34,2	40,2
végső fogyasztásra	GDP %	20,3	15,6	17,8
szociális transzferek	GDP %	17,0	12,1	10,7

⁽⁶⁾ Az euró övezetre a 3605/93-as bizottsági szabályozásnak megfelelő adósságállomány értendő

Forrás: ECB éves jelentés 2003.

Ily módon viszont alacsonyabb a jövedelem-központosítás, mint a másik két régióban, tehát alacsonyabb a kötelező újraelosztás aránya is. Lényegesen az európai alatt marad az érték, bár igaz, hogy a kiadások azért nem szoríthatók ennyire le. Nem csoda ezért, hogy az amerikai deficit magasabb, mint az európai, bár elmarad japán hiány mértékétől. Jól látható, hogy a japánok sem emelik a bevételeket, de kiadási oldalról viszont próbálják serkenteni a konjunktúrát. Ez torkollik a csaknem hét százalékos költségvetési hiányba, amely mintegy kétszerese az amerikai értéknek. Hosszú ideje küzd a japán gazdaság a folyamatos deficittel. Nem csoda, ha az államadósság a három térség közül itt a legmagasabb. A GDP-hez viszonyított amerikai érték ugyancsak harmadik helyezett, de figyelembe véve az USA GDP-jének abszolút nagyságát, s azt, hogy milyen hosszú ideje – gyakorlatilag Reagan hatalomra kerülése óta – küzd a súlyos költségvetési hiánnyal, halmozza a tartozásokat, igaz, hogy *a világ legnagyobb adósa Amerika*.

Az USA-ban a *társadalombiztosítási járulékok* szintje is rekord-alacsony, alig több az európai járulékszint felénél. Ez a magyarázat arra, hogy miért kell az amerikaiaknak – akarva vagy nem akarva – igen aktívnak maradni, hiszen nincs elegendő közpénz a szociális hálóra. Az európai költségvetési kiadásokból közel annyit fordítanak szociális kiadásokra (17%-ot), mint végső fogyasztásra (20,3%), míg az USA-ban mindkét érték körülbelül 5 százalékponttal alacsonyabb – természetesen mindig a GDP százalékában mérünk. Japán tér el a legjobban a költségvetésből finanszírozott szociális kiadások tekintetében: kitűnik alacsony szintjével. A keleti filozófiának megfelelően sokkal inkább a családi-kisközösségi gondos-

kodás a jellemző, mint a személytelen államra hagyatkozás, s ami a nyugdíjakat illeti, utaltunk a munkás évek rendkívüli hosszúságára.

Valahonnan azonban finanszírozni kell a költségvetés hiányait! Nyilvánvalóan relatíve kisebb a gond a hiány belső finanszírozását illetően ott, ahol a magánmegtakarítások magasak. Az USA esetében alapvetően a külső finanszírozás jöhet számba.

4. táblázat. Külkereskedelem és fizetési mérleg
(2002)

	Egység	Euro zóna	USA	Japán
Áruexport ⁽⁷⁾	GDP %	15,0	6,5	8,7 ⁽²⁾
Áru és szolgáltatás export ⁽⁷⁾	GDP %	19,7	9,3	10,7 ⁽²⁾
Áruimport ⁽⁷⁾	GDP %	13,2	11,1	7,4 ⁽²⁾
Áru és szolgáltatás import ⁽⁷⁾	GDP %	17,7	13,3	10,1 ⁽²⁾
Export (a világexportból való részesedés) ⁽⁸⁾	%	31,2	12,4	5,8
Folyó fizetési mérleg egyenleg ⁽⁷⁾	GDP %	−0,3	−4,6	2,8

⁽²⁾ 2001-es adat

⁽⁷⁾ Fizetési mérlegadatok, az euró övezetben csak a kifelé irányuló kereskedelem

⁽⁸⁾ IMF World Economics Outlook alapján a világkereskelemből való részesedés tartalmazza az euró övezet

Forrás: ECB éves jelentés 2003.

Európa nyitottabb gazdasági térség, mint az USA. Az eurózóna országai számára a külkereskedelem nem csak lehetőség, de kényszer is, hiszen az energiaszükséglet megszerzésének színtere mindenképpen a nemzetközi piac. A (többé-kevésbé) a liberalizált szabályok szerint bonyolódó külkereskedelem azonban minden kompetitív ágazatba tartozó termelést kihívás elé állít, tehát a versenyképesség megőrzése mindenképpen rendkívül fontos. Nagy előny kétségtelenül, ha valaki saját valutával fizethet importjáért, hiszen így a valutakockázatot partnereire hárítja. *A nemzetközi kereskedelem valutája még mindig döntően a dollár.* Az Államok folyamatos fizetési mérleg deficitje biztosította a növekvő nemzetközi kereskedelem számára az elmúlt hatvan évben a bővülő likviditást, s az USA számára pedig egy kellemes külső finanszírozást.

A kereskedelmi mérlege bizony passzív, még ha a szolgáltatásokkal együtt nézzük is. De hát annak jó, akinél az importtöbblet – reálgazdasági értelemben – finanszírozása nem komoly akadály. Hiszen az országon belüli kereslettel árubőség áll szemben, s ez az infláció szempontjából kedvező. A folyó fizetési mérleg pedig még a kereskedelmi mérleg hiányánál (4%) is nagyobb deficitet mutat, a GDP-hez képest 4,6 százalékot tesz ki.

Európa nem engedheti meg a hiány luxusát, az euróövezet csak szerény deficitet „termel”. Az euró nemzetközi kereskedelmi valutaszerpe csak lassan erősödik. Japán meg

egyenesen a folyamatos fizetési mérlegtöbblettel küzd. Az exporttöbblettel folyamatosan erősített valutája, rendkívül alacsony árszintje már-már deflációs problémával fenyeget.

Lassan változik tartalékvaluta-státusa is, tele van a világ a dollárral, amit nem nagyon van mód veszteség nélkül tömegesen másra, mondjuk euróra konvertálni.

A dollárral elárasztott világgazdaság a róka fogta csuka esetét éli meg.

4. Európai lehetőségek

Gondolkodjunk el tehát a felrajzolt képen! Másolhatjuk-e az USA „megoldásait”, hogy utolérjük a versengésben? Megengedhetünk-e magunknak itt, az Édentől keletre ugyanolyan technikákat, mint a nagy rivális? Különösen akkor, ha azt mondjuk: a szociális kohéziót nem gyengíteni, hanem erősíteni szeretnénk?

A válasz egészen röviden ennyi: *nem*. Nem csak azért, mert a társadalom pszichológiai adottságain nem könnyű változtatni. Nem csak azért, mert a természeti erőforrásokkal nem azonos mértékben vagyunk ellátva. Egyszerűen azért, mert a nemzetközi pénzügyi rendszer Bretton-Woodsban a dollár standardra helyeztetett, ami, – mint mondtuk – kellemes finanszírozási lehetőséggel erősítette folyamatosan az USA pozícióit. /7./8./9 Amikor pedig már a két első olajárrobbanás után kezdett világossá válni, hogy az energiapazarló gazdaság versenyképessége csökken, hogy cserearányain folyamatosan veszít, hogy a dollártól lassú menekülés veszi kezdetét, az IMF megváltoztatta a játékszabályokat. Ez segítettek némileg a helyzeten: bejött a lebegő árfolyamok rendszere, amelyben megint csak nehezen lehetett megszabadulni a dollártúlsúlytól. Aki menekülni akar(na) dollárjától, esetleg alapos vagyonszeresztést realizál(na). Minden esetre az ide-oda mozgatott nagy volumenű dollár-alapok könnyűszerrel megingathatják egy-egy ország gazdaságát, például a felértékelődés kiereszkolásával. Az olyan országok exportszektora, amelyek jelentős arányú dollárra tesznek szert külkereskedelmükben, a valuta drasztikus felértékelődése miatt teljesíthetetlen kihívás elé kerülnek. Különösen, ha ezt még a spekulációs átváltások is erősítik. Ez nyilván megengedhetetlen, s a piszkos lebegés gyakorlatának megfelelően valutapiaci beavatkozást vált ki. A hazai plusz pénzteremtése azonban inflációs veszéllyel fenyeget, ami azt mutatja, hogy a valutapolitika szuverenitása erőteljesen sérül ezekben az országokban. Erre a helyzetre volt válasz az európai valutáris integráció, hiszen ezért adták fel a németek is a sikeres márkát az euró kedvéért.

Amiről eddig kevesebb szó esett, az, hogy az USA a valutarendszer játékszabályainak megváltoztatásán túlmenően mivel erősítette meg pozícióját.

Nem mással, mint a *reagan-i gazdaságpolitikával*. Nem a supply-siderek kifulladás elkövetésére gondolok, csak arra az egyszerű tényre, hogy a költségvetési eszközökből finanszírozott *hadi fejlesztés hatalmas előnyökkel járt*. Oly mértékben megemelte az amerikai hadi és polgári technikai színvonalat, ami lehetővé tette, hogy az USA a *kulcstechnikában* vezető szerepét, *versenyképességét megőrizhesse*. Tartja is a nemzetközi kereskedelemről a részarányát, több mint harminc esztendeje. Ennek az ára az volt, hogy a reagan-i időszak alatt az amerikai államadósság megháromszorozódott. 2003 körül már mintegy 4000 milliárd dollár az amerikai adósság, az *USA a világ legnagyobb adósa*.

S ez mégis finanszírozható! Az a rengeteg dollár, ami a világban „kószál”, biztosabb és likvidebb befektetést aligha talál, mint az amerikai állampapírok vásárlását.

Ezt a gazdaságpolitikát még jó darabig – bár nem a végtelenségig – lehet folytatni. Ez az út számunkra, európaiak számára azonban nem járható, ezért is olyan fontos kérdés a költségvetések helyzete a stabilitási paktumban.

Van természetesen még egy útja a versenyképesség növelésének: *a költségek leszorítása a közterhek mérséklésével*. Csakhogy ez nyilván a nagy rendszerek olyan átalakítását – leépítését – igényli, amely a szociális kohézió megrázkódtatásaival fog – mert valószínűleg fog – járni. Nehéz lesz tehát a lisszaboni elveknek eleget tenni. S hogy nekünk, magyaroknak milyen nehéz lesz ezt a mozgó vadat követni, el sem mondhatom.

Felhasznált irodalom

- Blanke, J. – Lopez – Carlos, A. 2004: *The Lisbon Review. An assessment of policies and reforms in Europe*. World Economic Forum, Geneva
- Alford, H. – Naughton, M. 2004: *Management, ha számít a bit*. Kairosz, Budapest
- Yergin, D. – Stanislaw, J. 2003: *The Commanding Heights*. Touchstone Books, New York – London
- ECB 2004: *The monetary policy of the ECB* (2004). ECB, Frankfurt
- EKB Éves jelentés (2004). 22. o.
- Machlup, F. 1964 (szerk.): *International Monetary Arrangements: the Problem of Choice* Princeton, University Press, USA, New Jersey
- Triffin, R. 1986 W. M. S.: World Monetary System.... or scandal? In: *The Future of the International Monetary System*. Round Table Conference, Szirák, Hungary. Institute for World Economics of Hungarian Academy of Sciences
- Botos K. – Kőrösi I. 2004: *Nemzetközi gazdasági ismeretek*. PPKE Jog- és Államtudományi Kar, Szent István Társulat, Budapest
- Baka I. – Gazdag L. 2002: *A hárompólusú világ erővonalai*. Krónika Kiadó, Pécs

Beyond Globalization Monetary tools towards a sustainable regional development

Brunnhuber, Stefan*

Six global megatrends are considered which are likely to impact any region in the world at any time. Regional solutions to such challenges will require to revisit the currently prevailing assumptions concerning our industrial age money-system. It reveals itself not a neutral component at the service of the system, but instead significantly affects the options available in the real economic sector. Apart from the conventional solutions (neo-liberal and neo-keynesian approach), complementary monetary solutions arise, which can balance out the whole financial system on a regional level and can lead to a more sustainable and just future.

Keywords: global trends, monetary-system, complementary solutions

1. Introduction: Six global megatrends

The UN office detected in the 90th of the last century over 15.000 different problems in the ecological, social and economic field throughout the world. The question is still: Are they isolated problems or do they have a common attractor? The following graph illustrates this:

A common attractor?

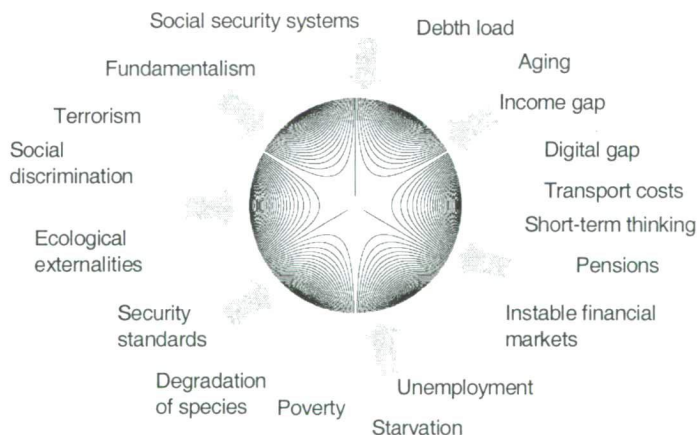


Fig. 1: Are ecological, social and economic problems isolated issues or do they have a common attractor?

* Brunnhuber, Stefan, egyetemi tanár, University Wuerzburg/ PPKE University (Budapest)

If we start deducing this overall perspective, we can indeed detect some major trends (Lietaer 2000, Meadows 1972, Meadows 1993).

- *Unemployment/poverty*: Massive job losses have not slowed, and there are now more than 1 billion people world wide without adequate labour contracts. Outsourcing, deregulation and globalization favour these developments. The opening of China as a cheap source of labor has been a lure for corporations worldwide.
- *Aging*: In the northern hemisphere societies are aging rapidly, effectively diminishing the work force by up to 25% and more, and further burdening our social security systems for decades to come. Japan and Italy are the first ones in this process, but here again the same trend can be observed elsewhere.
- *Ecological damage* is happening throughout the world and the impact is not regionally limited, (ozone depletion, climate changes, desertification, the extinction rate of species, and the loss of biodiversity) and is assuring increasing insurance costs and steady declines in the quality of living.
- *Instability of the financial system*: A significant increase in the frequency of banking and currency crises throughout the last 30 years has had a negative wealth effect on the global middle class. According to the World Bank, no less than 87 countries have undergone a monetary crash over the past two decades.
- *Discrepancy of wealth and information*: An increase of wealth concentration within nations and between them has effectively been accelerating for decades. Now over 1 billion people have less then 1 dollar, and simultaneously the 200 richest people earn half of the world's income. At the same time the so called „digital gap” is widening, further separating those who have access to information from those who don't.
- *Military conflicts*: An increase in the frequency of geopolitical conflicts and terrorism can be detected throughout the world, and it is very likely that this development will not end by itself. The following graph gives us a first overlook:

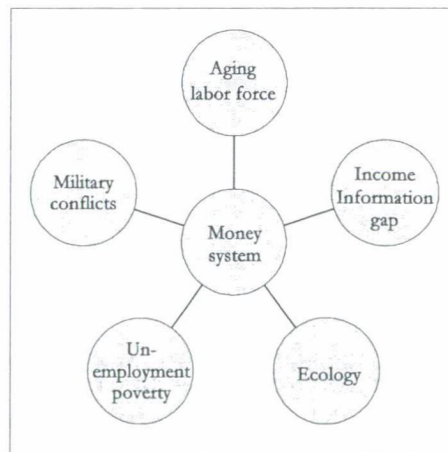


Fig. 2: Six major global trends, where the financial system plays a key role.

We perceive ecological degradation, income disparity, poverty, concentration of wealth, increasing crime rates, problems associated with aging, military conflicts, the digital gap, etc., as isolated problems and search for regionally specialized solutions. But these are not isolated problems; they are all linked to each other. One way to detect missing and/or overlooked links is to focus more closely on the underpinnings of the monetary-system, which is probably the most neglected aspect within the sustainability debate. Nevertheless, it may also be the most powerful leverage point available to us in working towards a „common, sustainable and more fair future”. And more over: All these megatrends can hit each region at any time in the world. It just depends on the circumstances. In the worst case the affected region is hit by a vicious circle: Economic depression leads to less investments and less taxation, leading to bad infrastructure and bad image, to reduced financial power, less demand less qualified labor and a consecutive exodus ect. Before we start looking at possible problem solvings, we should look closer to the common attractor: the money system. This is true, as there is no single megatrend which is not affected by the given monetary system.

2. The overlooked connection: – the money-system

Looking more closely at the structure of the money system itself we can see that it is not a neutral instrument of exchange it is often assumed to be, but that it's characteristics create at least six negative side-effects from a sustainability perspective. These side-effects systematically distort our future options, human behaviours and economic decisions. We consider the money-system as somewhat in the centre of these six mega-trends as it affects all of them. The characteristics of today's financial system that are at the source of these side effects are: all our national currencies are fiat currencies, driven by an interest rate, have a scarcity criterion and are all orchestrated through a hierarchical monopoly of the central banks. These characteristics have at least six consequences as follows (Lietaer – Brunnhuber 2004):

2.1. Six side effects:

Contrary to the hypothesis of neo-classical economics, money is not a neutral medium of exchange that doesn't affect the kind of transactions performed or the relationships among its users. There are indeed three forms of neutrality that have to be taken into account.

First, it is often assumed that money-systems have no effect on the nature of economic interactions that occur in a society. Second, it is assumed that money systems have no affect on the relationships that exist between the actors using them. And finally, it is assumed to be neutral in its role of amplifying the business cycle. None of these three forms of neutrality exist in the modern money economy. Instead, it can more likely be assumed that through the „agreements” reached regarding money as a medium of exchange, a number of important system-inherent developments are triggered that must be taken into consideration. As a metaphor: water is not neutral for the fish that live in it, even if it remains completely transparent and invisible to them. There are indeed six system-inherent side effects of our conventional money system:

2. *Compulsory growth pressure* (Einhorn et al. 2001): Typically, economists attribute growth to increases in labour productivity, changes within the population or improved technologies. These are indeed valid factors influencing growth. But in addition, the monetary system itself has a built-in systematic mechanism that necessitate growth. Since there is interest payments built in at the origin of every monetary expansion, there is an *inherent obligation* for all actors within the system to grow. In order to pay back our debt we have always to produce an increased cash flow; the higher the interest-rate the faster we have to grow. Zero growth is therefore inherently impossible; the absence of growth would sooner or later lead to the failure of the indebted market participants. The higher the debt, the more limited the options are to achieve sustainability. Particularly in the case of debt-laden individuals and companies, the present monetary and financial system exerts systematic pressure to achieve growth at any costs – regardless of whether it makes sense for the entities involved or enhances the quality of life in a society.

3. *Short-termism*: Further we must take into account the fact that the modern money economy significantly affects our time priorities. As a rule, we perceive time as a linear, irreversible vector within which short-term situations are evaluated as more important than future ones. Such preference for the short-term future is accentuated by the fact that any future costs or income are eventually discounted with, among other factors, the interest rate of the currency involved. If for example the sum of 91 euro has a risk-free interest rate of 10 %, this corresponds to 100 euro in one year. If we look at this equation from a different perspective, it shows that 100 euro in one year is the same as 91 euro today, even if there is no inflation. In the same way, the technique of „discounted cash flow” reduces 100 euro in 10 years to approx. 30 euro today. After 200 years the 100 euro would correspond to the insignificant amount of 0.0003 euro. Since practically all our money is created by bank loans, interest is automatically incorporated in it. Thus, it is not surprising that from a financial view point, it rarely occurs to anyone in our civilisation to be concerned about the proverbial „seventh generation”. Therefore, our money system is the hidden persuader of the short-termism characteristic of our society.

4. *Concentration of wealth*: The gap between the rich and the poor has significantly increased within the last 30 years. Here too, the interest rate mechanism accentuates the process. Those who already have money automatically receive more money; while those who don't, and have to borrow as a consequence, end up with even less. This inequality of *income distribution* is besides other factors (globalization, technology etc.) also accentuated by our monetary system, and its effect does not reflect differences in ingenuity or industriousness.

5. *Erosion of social capital*: The cohesion of a society is not due to geographical closeness, a common religion or the common nationality; but to the capacity of a society to generate trust, solidarity and responsibility. R. Putnam (Putnam 1993) shows that democracies work best, when the social capital is high; and F. Fukuyama (Fukuyama 1995) came to the same conclusion for the good functioning of a market system. Our money-system however is not promoting social capital. Instead it has been shown to encourage such collective emotions as greed, anxiety, herd behaviour, individualism and competitive behaviour (Lietaer 2001). Consequently, money is nowhere value neutral, as is implicitly assumed in economic theory. Instead, it has significant effects on our social lives. To a certain extent, our money-system plays the role of a filter through which we perceive our social and ecological reality.

6. *Towards capital concentration*: 51 of the world's 100 largest economies are no longer countries at all, but multinational corporations. This development is also accentuated by the given monetary-system as it is more profitable for the financial system to provide financing to one huge corporation; rather than dealing with hundreds of smaller entities that would add up to the equivalent amount of funding. It's therefore not surprising that there is a systematic financial incentive towards building huge corporations which encourages industry concentration in many sectors such as energy, car manufacturing, military equipment, pharmaceuticals, etc. As opposed to small or regional businesses that create more employment, our monetary-system favours mergers and acquisitions that create global corporate giants, even if they tend to stifle innovation and diversification: There is a therefore positive feedback loop between the incentives of the financial sector and business concentration.

7. *Immanent instability* (Soros 2001): A global casino of unprecedented proportions determines our money's value. Over \$1.3 trillion are traded per day in foreign exchange markets, a figure that is almost 100 times greater than the trading volume of all of the world's stock exchanges combined. Nearly 96% of these transactions are purely speculative; they do not relate to the „real“ economy, nor do they reflect global movements or exchanges of actual goods and services. Functioning as a speculative market, current economic systems can be undermined not only by real economic news, but by mere rumour or perception as well. This unstable monetary situation has resulted in the many foreign exchange crises that have affected no less than 87 different countries over the past 25 years, of which Argentina early in 2002 was but its latest victim.

Moreover the banking system's money-creation process tends to amplify the boom and bust fluctuations of the business cycle. The banking system is indeed susceptible to the herd mentality when credit policies towards specific economic sectors or countries are either relaxed or restricted. Specifically, when business is good, banks tend to be more generous with credit, thereby pushing the „good times“ towards potentially inflationary boom periods. Conversely, as soon as the business horizon seems bleaker, banks tend to reduce credit availability, and in the process contribute to the deterioration of small businesses, and eventual dips into full-blown recessions. Notwithstanding the attempts by Central Banks to reduce such fluctuations by providing interest rate signals, the current process of creating money through bank-debt remains, in practice, a strong boom/bust-amplification mechanism. In short, the collective actions of the banking system tend to exacerbate the business cycle in both boom and bust directions.

3. A systemic-integrative approach (Kennedy – Lietaer 2004):

As the chapter above tries to answer the question: „What does the money-system with us?“. The conventional way of coping with these problems is the other way around, by asking: What can we do with the money?

The majority of contemporary economic thinking tends to fall into one of the two dominant schools: either the Neo-liberal or the Keynesian. The (neo-) liberal perspective tends to favour increased deregulation, privatization and a revival of personal freedom and responsibility. The policies of the WTO or IMF adjustment programs are examples inspired school. They emphasize the importance of free markets, and claim that markets will automatically lead to an optimal allocation of resources. The price signal is assumed to offers sufficient information on the relative scarcity of various goods and services. But the distri-

bution within a deregulated market is prototypically just a „maximizing principle”, which depends on the existing institutional framework, and therefore can not itself tackle the question of what to maximize and how to achieve a fair distribution.

In contrast, the (neo-) Keynesian approach favours increased regulation, and deficit spending on public goods. Taxation and subsidies are considered necessary tools to correct market imperfections, as markets are considered inherently unstable. F. D. Roosevelt's „New deal” and the Marshall-plan for Germany after the Second World War are historical examples of this approach. This methodology takes into account markets' instabilities and imperfections; however, it regrettably leads to increasing debt burdens and can result in misallocation of resources directly induced by policy errors.

Neither approaches are wrong, but both are partially incomplete if the objective is to attain a truly balanced financial system. First, both are operating within the model of the utility maximizing „homo economicus”, which is just one simplistic pattern of human behaviour among many (Shiller 2003). Second, they both depend on the unchallenged and given monetary-system (fiat-currency, scarcity criterion, interest rate driven, hierarchical monopoly) and are therefore predictably married to the idea that only additional growth within the given economic framework can lead to further flexibility in dealing with social, economic and ecological issues.

If we stop looking at the economic system from a liberal or keynesian perspective, and start instead looking at it from a system's view, the considerations and conclusions are much different. But what exactly do we mean by a „system's perspective”? (Lietaer 2001).

1. An integrative or systemic perspective is equivalent to a helicopter view. We are no longer actors, but observers, and look at the monetary system not from the ground level, but from 10,000 feet above.

2. The systemic perspective makes it possible to question the two unquestioned and overlooked premises that conventional views offer: Firstly that all exchanges necessarily occur through the conventional money-system (Fiat currencies with an interest-rate and a scarcity criterion that are organized by a hierarchical monopoly). And second, that we can rely on a trickle down effect within the growth paradigm, so that additional growth is the only way to tackle social or ecological problems. Indeed there is no doubt that we must grow to accommodate increasing populations, but should we not question what kind of growth is relevant? The steel or car industry, oil extraction or the health and education sector, clean air or the access to information? From a conventional viewpoint, the GNP statistic will simply add up all the numbers, irrespective of the desirability or problems that they may represent.

3. The systemic approach attempts to combine the advantages of the neo-liberal and neo-keynesian strategies: individual responsibility combined with development of social goods. As we will see in the next chapter, complementary solutions arise as an extension of the conventional monetary system. These solutions not only meet the aforementioned criterion, they simultaneously have the potential to balance out the entire system. We can call them „built-in purpose” (BIP)-currencies.

4. And finally, a systemic approach can more clearly distinguish between the effects of the real economic sector of goods and services and those of the monetary and financial sector. Finally, from a systemic point of view, in addition to conventional solutions, a new set of solutions – complementary currencies – arise (Lietaer – Nerb 2000).

But what does complementary mean? Two entities are said to be complementary to each other when they have no causal link, but are nevertheless both necessary to understand or describe an empirical process, event, or behavior. For instance, for a given text „*form*” and „*content*” are complementary to each other: neither is causally related to the other; yet neither can exist without the other. One can truly evaluate a text only by observing both form and content together. Similarly, the concepts of „*continuity*” and „*change*” are complementary to each other. If something has no continuity whatsoever, it can't exist as an entity. Yet, as Heraclites had already observed in the 7th century BC: everything always changes. Some other examples: wave and particle theories in physics; the interactions between two colors in optics; explanation and understanding in philosophy; semantics and syntax in linguistics; or the relations between two archetypes in psychology; etc. As we can see, each of these binary concepts has no causal link to the other – instead they operate in parallel to each other – but in order to understand the physical world or human behavior, both need to be taken into account.

How does the complementary principle apply to economics, and particularly to monetary systems? Complementary currencies, as described here, are not causally linked to conventional currencies, but rather they operate in parallel with them. Both the conventional and complementary currencies are based on different principles; but they nevertheless need each other in a reciprocal way. That means that complementary currencies (Kennedy – Lietaer 2004) play a role that the conventional monetary system does not cover at all, or not as well. For example: The conventional money system propelled us through the industrial age, it has been successful at creating global markets, and stimulates competition which has created unprecedented wealth. However, it is an interest-rate driven fiat-currency, created through a hierarchical and monopolized organization structure that exacerbates income disparity, erodes social capital, and promotes short term thinking. These negative aspects cannot all be corrected within the context of the conventional system itself. However, they can be addressed by a complementary currency system, run on totally different principles (no interest-rates, not necessarily attached to a nation state, promoting social capital, and bottom up organization). And again both – complementary and conventional – depend on each other to stabilize the overall system.

The complementary approach itself also creates an important feed-back loop within the economic systems as it stabilizes the conventional economic dynamics: it operates as an anti-deflationary during the downturns and as an anti-inflationary whenever the economy booms. It has actually been quantitatively proven that complementary currencies help central banks in their economic stabilization efforts (Stodder 2000). Furthermore it holds the promise of reducing social costs and can play an important counterbalance to the process of globalization as it empowers regionalization. From a systemic point of view, both strategies have a direct and indirect impact on the given economic system and both are equally necessary. The following graph illustrates this argument:

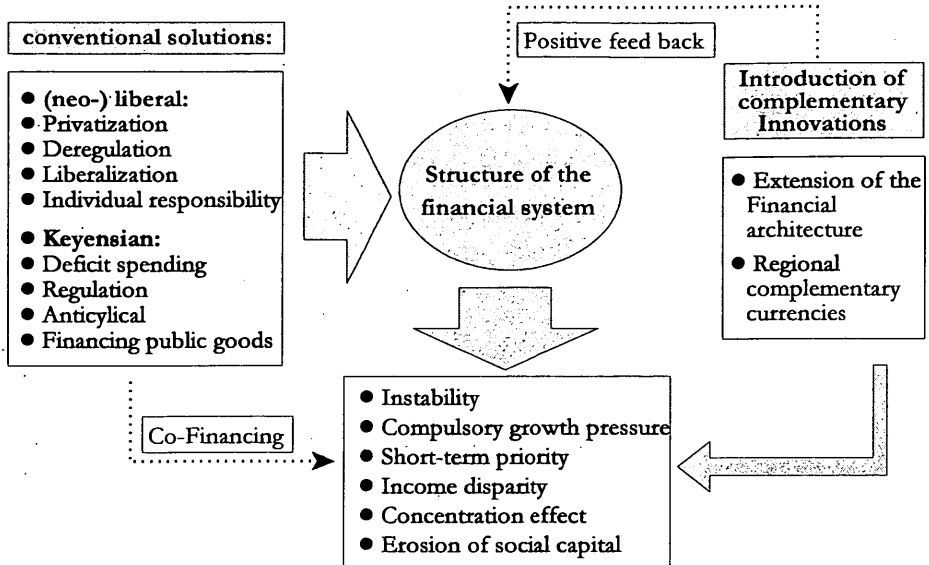


Fig. 3: The monetary system from a systemic view

From a systemic point of view both strategies are necessary to balance the economic system, as both strategies produce desirable feed-back loops from the sustainability perspective. For example; the reforms of the conventional system could encourage more transparency and control, (anticorruption- laws) thus improving confidence in the financial system, and freeing otherwise inefficient resources to address ecological or social problems. By implementing corporate governance standards, and social and ecological standards one can also directly impact the economic system itself. The main co-financing instruments (Rademacher 2002) on a global level are trading with Co-2 emission rights, an international transactions-tax (as proposed by J. Tobin (Tobin 1978)), taxation of petrol for planes and international shipping, anticorruption-laws, debt relief and the regulation of off-shore locations. The financial volume rises up to over 100 Bill USD/year over at least 15 years (see www.marshallplan.org). However, as pointed out above, all such conventional solutions run through the existing monetary system and will therefore continue more or less producing all six of the negative side effects identified earlier. To consider using only conventional reform solutions is like trying to fill barrel with a leak in its bottom without ever taking into account the leak itself.

4. Discussion: The Rawls experiment

If we consider the concept of sustainability „...as a development, which fulfils the present needs without risking that future generations cannot fulfil their own needs...” (Brundlandt 1986), we can be more precise. What does sustainability mean from a monetary perspective? It includes at least five further characteristics:

1. Achieving a long term-perspective in contrast to the shareholder-value, which focuses mainly on the short-term only.
2. Reducing the income gap which otherwise favours violence and further military conflicts, as well as a reduction of life expectancies.
3. Ensuring that the debt load is not simply shifted to burden further generations.
4. Tackling social issues, especially social care and unemployment.
5. Coping with the energy issue in order to offer a long lasting independent resource.

Within today's conventional monetary framework the five aspects of the sustainability perspective are not achievable. But if we start considering a systemic view and complementary approach within it, we can distinguish the balancing impact of the monetary system as a whole.

The common answers to reach these goals so far are technological changes and more information for the actors. People will change their life style if they are aware of the expected consequences. In order to achieve these goals we have to change the given financial incentive structures and here again the money system will play a key role as it psychologically dictates many of the decisions we make.

G. Soros quotes: „International trade and global financial markets are very good at generating wealth, but they cannot take care of other social needs, such as the preservation of peace, alleviation of poverty, protection of the environment, labor conditions, or human rights – what are generally called 'public goods'.” (Soros 2002)

If this is true we can put the arguments above in a more broaden context, using the so called J. Rawls experiment (Rawls 1971). His question is: What makes a society a just or fair society? What are the „basic structures” of a society and when can we consider them as fair? In order to answer this question, J. Rawls is using the following mental experiment: What are the claims of members of a society, where the social status and the economic success remains anonymous? Let's consider the following: What are the social and economic standards people would decide for, if their own future is not predictable? If we all don't know what will happen to us? J. Rawls asked all actors to put themselves behind a „veil of uncertainty” and ask the question again: What is going to be the consensus, if we don't know what's happening with us in the future? That means, we don't know, whether we are going to be rich or poor, healthy or sick, unemployed or on a tenier track. We don't know whether we are going to be born in the Sahel Zone or the desert of Gobi, where we have to walk 20 miles for 3 liter of drinking water, or whether we are sitting in a full climatized office in Manhattan trading with billions of dollars. Behind this „veil of uncertainty” we even don't know whether we are going to have a rich heritage or we are going to be brought up in the streets La Paz, whether we can not write or read or having a PHD from Berkeley. Again: What are the economic standards and norms we would choose, if we all didn't know all that?

We can not develop the whole of Rawls argument here. But with regard to social and economic standards, people are acting rational in this so called „fictious, ideal-typical and

contra factic situation", if they agree with the so called „differential principle": „Social and economical inequality are acceptable, if they are in favour of the least advantaged people within a society of cooperating actors" (Rawls 1971). That means: People who don't know their future economic perspective in society (poor or rich, Berkeley or La Paz ect.) will accept inequality as long as the most disadvantaged people are benefiting from the asymmetric distribution of created wealth. If we start taking such a strong argument for sure, we can concretize it in more details:

First, the neo-liberal model would not be the only model people would agree with behind the „veil of uncertainty", as they might come up with an underprivileged position in a lower developed country. It would be just not rational to follow this economic model exclusively, where the individual maximizing principle supposed to guarantee a better life for all.

Second, people would lay stress on different forms of co-financing principles as they could be the least off. That's means, behind the veil of uncertainty the actors would find a consensus on any kind of taxation which considers the less privileged (unemployment, working poor, etc.), as this can happen to each actor, when the „veil" is lifted.

Third, People are not forced to accept the given money-system as the *only* single option available. With regard to create and stabilize the regional wealth in a globalized world, it would be more than rational to accept complementary monetary solutions as mentioned above. That means, as we don't know in which region in the world we are going to life, it make sense to favorize a monetary system stabilizing the wealth, income and distribution in each region, regardless to the benefits or distress of the global financial markets: Complementary currencies on a regional or sectoral level can face this.

If we want to live in a more just and a more sustainable society facing global megatrends and impacts, complementary monetary tools can play an important role towards these goals. As we are not only talking about our own but also about the future of the next generations, its worthed to consider.

References used

- Binswanger, C. 1994: *Geld und Wachstum*, Weitbrecht, Stuttgart
- Einhorn, W. – Kümmel, R. – Lindenberger, D. 2001: Energie, Innovation und Wirtschaftswachstum, In: *Zeitschrift für Energiewirtschaft* 25, pp. 273–282
- Fukuyama, F. 1995: *Trust: Social Virtues and the Creation of Prosperity*, New York
- Kennedy, M. – Lietaer, B. 2004: *Regionalwährungen, Neue Wege zu nachhaltigem Wohlstand*. Riemann Verlag, München
- Lietaer, B. – Brunnhuber, S. 2004: *Our future economy*, (in press) 2004
- Lietaer, B. – Kennedy, M. 2004: *Regio and Euro* (in press)
- Lietaer, B. – Nerb, G.: *A countercyclical reference currency to stabilize the business cycle*. (Munich: working paper at IFO Institute).
- Lietaer, B. 1999: *Das Geld der Zukunft*. Riemann, München
- Lietaer, B. 2000: World Bank figures
- Lietaer, B. 2001: *Mysterium Geld*, Riemann Verlag, München
- Lietaer, B. 2001: *The future of money*, Random House
- Meadows, D. 1972: *Die Grenzen des Wachstums*, Bericht des Club of Rome zur Lage der Menschheit, DVA; Stuttgart
- Meadows, D. 1993: *Die neuen Grenzen des Wachstums*. Rororo, Hamburg
- Putnam, R. 1993: *Making democracy work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton
- Rademacher, H. J. 2002: *Balance oder Zerstörung*. Ökosoziales Forum, Wien
- Rawls, J. 1971: *The Theory of Justice*. Cambridge Mass.
- Shiller, R. 2003: *The new financial order*. Princeton University Pres, Princeton
- Soros, Gy. 2001: *Die Offene Gesellschaft, Für eine Reform des globalen Kapitalismus*. Fest, Berlin
- Soros, Gy. 2002: *On Globalization*. Public Affairs, Oxford, p. 14.
- Stodder, J. 2000: *Reciprocal Exchange Networks: Implications for Macroeconomic Stability* (Albuquerque, NM, IEEE Conference August 2000).
- Tobin, J. 1978: A proposal for international monetary reforms, *The Eastern Economic Journal*, 4(3–4), p. 153–159.

Állampénzügyek és nemzetközi pénzügyek

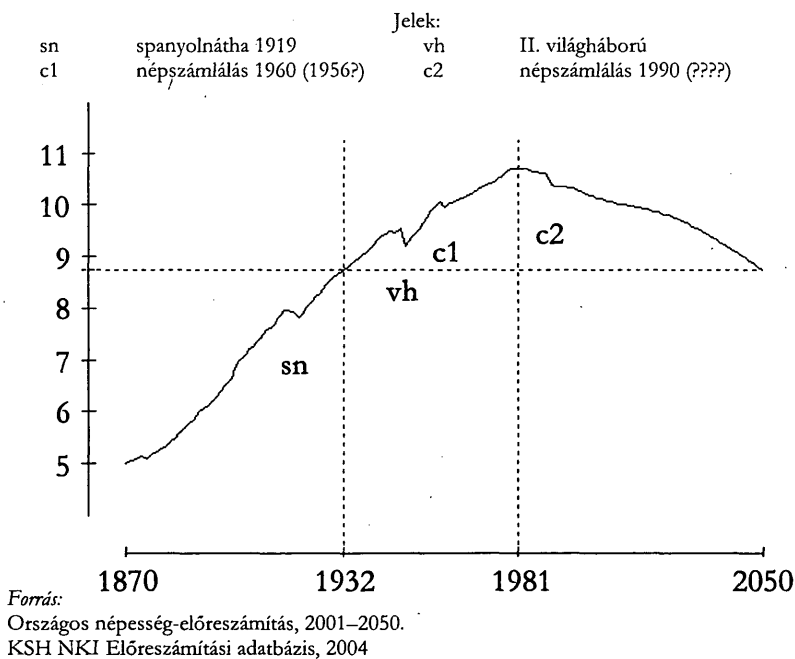
Népesség, foglalkoztatottság, nyugdíj

Augusztinovics Mária*

Az előadás arra kívánja felhívni a figyelmet, hogy a jövőbeni nyugdíjak színvonalát és a nyugdíjrendszer pénzügyi egyensúlyát nem a demográfiai folyamatok veszélyeztetik, hanem a jelenlegi és továbbra is várhatóan alacsony foglalkoztatottság.

1. Népesség

1. ábra. Népesség (millió fő)

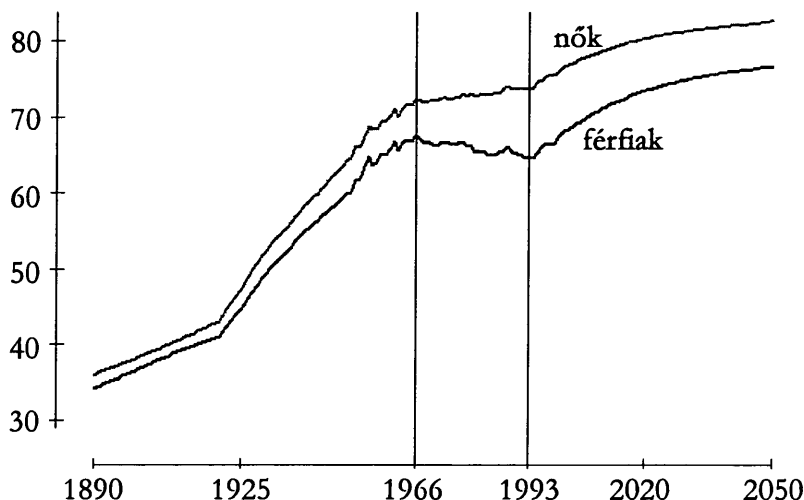


Magyarország mai területének népessége 1870-től alig 100 év alatt több mint megkétszereződött. Ez olyan népességgrobbanásnak tekinthető, amelyhez hasonló a fejlődő világban a XX. század második felében kezdődött és ma is tart. A növekedési folyamat 1981-ben

* Augusztinovics Mária, D.Sc., kutató professzor, MTA Közgazdaságtudományi Kutatóintézet (Budapest) Hasonló című és tartalmú előadás hangzott el a MKT 42. Közgazdász Vándorgyűlésén, 2004. augusztus 27-én Egerben. Az előadás alapjául szolgáló kutatást az OTKA T037352 számú pályázatán elnyert támogatás segítette.

tetőzött, azóta és 2050-ig várhatóan csökken a népesség. Ezzel a XX. században keletkezett többlet egy része elfogy. Az 1. ábrán a vízszintes egyenes azt mutatja, hogy 2050-ig a csökkenés csupán az 1930-as évek szintjére visz vissza, és ez még mindig 75 százalékkal több, mint a 60 évvel korábbi népesség volt.

2. ábra. Születéskor várható élettartam (év)



Forrás: Saját szerkesztés

Mi idézte elő a robbanásszerű növekedést?

Köztudott, hogy az átlagos emberi élet látványosan meghosszabbodott, amit a születéskor várható élettartammal mérünk. Észak- és Nyugat-Európában a XVIII., Közép- és Kelet-Európában a XIX. század közepén-végén kezdődött ez a folyamat. Fő tényezője a higiéniai viszonyok javulása, a városi ivóvíz és csatorna ellátottság megvalósulása volt, és ezzel – meg az oltások elterjedésével – a tömeggyilkos járványok, a kolera, a pestis, később a TBC és a gyermekbénulás leküzdése.

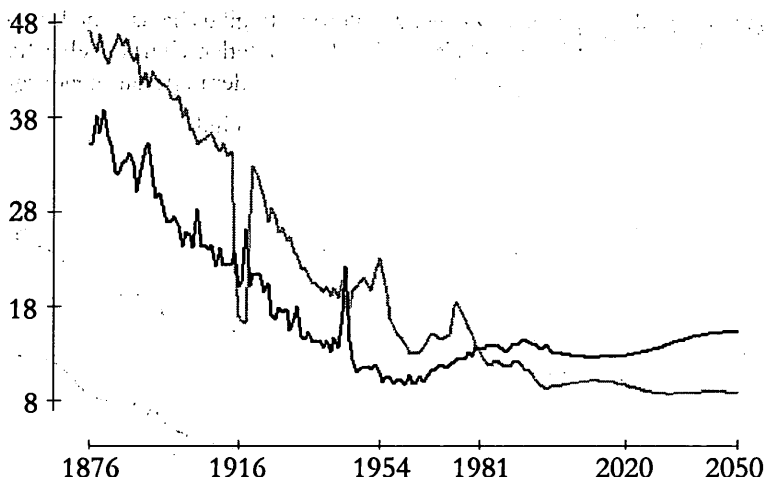
A 2. ábrán látható, hogy Magyarországon alig háromnegyed század alatt – a nemzetközi trendekkel összhangban – közel kétszeresre nőtt a születéskor várható élettartam. Azután – és ez viszont anomália, amely az egész közép-kelet-európai régióra jellemző – 1966-tól 1993-ig a férfiaké csökkent, elsősorban a középkorú férfihalandóság – mindmáig nem kielégítően megmagyarázott romlása miatt. Úgy tűnik, ez a szerencsétlen tendencia mára már megfordult, és a következő félszáz évben további, ha nem is a múltbeli ütemű, szerény javulásra számíthatunk.

De vajon elegendő-e az élettartam meghosszabbodása a látványos népességrobbanáshoz? Hiszen hosszabb életű emberekből álló népesség is változatlan lélekszámú maradhat, ha mindig annyian születnek, mint ahányan meghalnak. Csakhogy nem ez történt.

A demográfiai forradalomnak – vagy szerényebben első demográfiai átmenetnek – nevezett történelmi folyamat lényege, hogy az emberiség pontosan az élettartam meghosszabbodása miatt áttér a 40–50 érelék körüli születési–halálozási arányszámok helyett a 10 százalék körüli arányszámokra.

De az egyik és a másik áttérés nem egyszerre történik. A 3. ábrán látható, hogy a XIX. század 70-es éveiben a születési ráta jó 10 százalékponttal magasabb volt, mint a halálzási ráta, ami azt jelenti, hogy a népesség már akkor is a demográfiai átmenet által kiváltott növekedési folyamatban volt. A halálzást jóval meghaladó születésszám 1981-ig működésben volt, bár a születési ráta is meredeken csökkent – vagyis alkalmazkodott, de jelentős késéssel a halálzási ráta csökkenéséhez.

3. ábra. Születési és halálzási ráta (ezrelék)



Forrás: Saját szerkesztés

Ez a késedelem, a demográfiai átmenet két alapvető folyamata közötti időbeli késeltetés idézte elő a népesség robbanásszerű gyarapodását.

Külön figyelmet érdemel a születési ráta csökkenő trendjét megszakító két kiugrás az 1950-es évek első felében, majd az 1970-es évek közepén (A „Ratkó” generáció, majd az ő gyermekeik). Igen nagy létszámú évjáratok születtek akkor: 1932 után már csak 1953–54–55-ben volt példa arra, hogy egy év alatt több, mint 200 ezer, majd 1974 és 1977 között közel 200 ezer gyermek született. Ez a fő oka annak, hogy miközben az előrejelzés szerint a születési ráta némi további csökkenés után stabilizálódik, 2020 után a görbe lényegében kisimul, addig a halálzási ráta emelkedik és 2050 körül az 1930-as évek színvonalán várható. Ez látszólag ellentmond a demográfiai átmenet szabályainak, de valójában a már tárgyalt késeltetésből, illetve annak is a Ratkó generáció és gyermekeik általi megszakításából fakad. Most a halálzási ráta alkalmazkodik késeltetve: ha korábban igen nagy létszámú évjáratok születtek, akkor később, valamikor, előbb vagy utóbb, igen nagy létszámú évjáratoknak kell majd kihalniuk.

Ezért a XXI. század első felében mindig többen fognak meghalni, mint születni – ez idézi elő a népesség fogyását. Ezen nem lehet változtatni, a néha elhangzó felelőtlen kijelentésekkel szemben a népesség fogyása nem állítható meg.¹

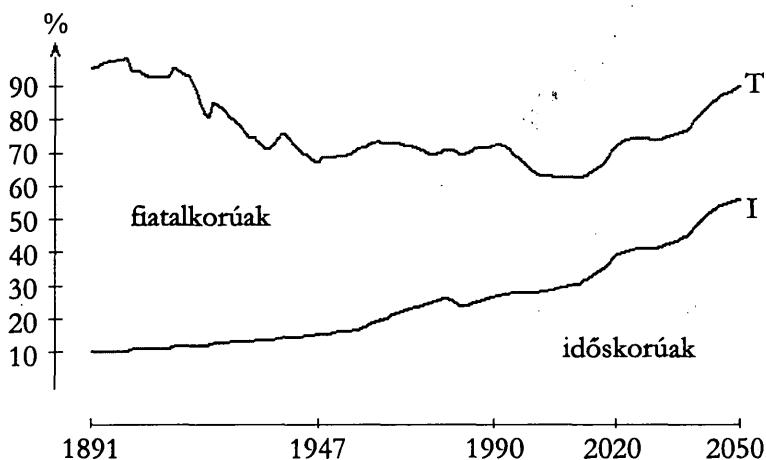
¹ A népesség lélekszámának csökkenését fékezheti két ellenható tényező: a termékenység növekedése és a bevándorlási többlet. Ezeknek a mai tudásunk szerint reálisan várható hatását azonban a KSH itt felhasznált előrejelzése már figyelembe veszi.



Az élettartam meghosszabbodása a népesség korstruktúrájának átalakulásához, „öregedéséhez” is vezet. Ez önmagában nem baj, hanem az emberiség egyik – talán legnagyobb – vívmánya, mégis nagy a pánik körülötte. Nem kívánom bagatellizálni a népesség öregedésével kapcsolatos problémákat. Történelmileg igen rövid idő alatt következik be az idősök, különösen az önálló életre gyakran már nem képes, viszont egyre több egészségügyi ellátásra, gondoskodásra szoruló, 80 évesnél idősebbek számának és arányának növekedése. Erre a társadalom még nincs felkészülve. Itt azonban csak a gazdasági vonatkozással, az időskor finanszírozásával foglalkozhatunk.

A gazdaságnak hangzó érv az öregedés állítólag tragikus hatásai mellett az, hogy kevés fiatalnak túl sok öreget kell majd eltartania, elviselhetetlen eltartási teher hárul majd a keresőkorú korosztályokra. Nézzük tehát az úgynevezett demográfiai függőségi rátákat.

4. ábra. Demográfiai függőségi ráták



Forrás: Saját szerkesztés

A 4. ábrán az I-vel jelzett görbe az *időskori függőségi ráta*, vagyis a 63 éves és idősebb népesség százalékos aránya a 19–62 évesekhez képest. Valóban jelentős a növekedése: az előző századforduló 10 százalékal szemben már 1947-ben elérte a 15, 2000-re pedig a 28 százalékot. Ezután majd két nagyobb ugrás következik: a 2010-es évek második felében a Ratkó korosztály, a 2040-es évek körül pedig az ő gyermekeik lépik át a bűvös 62 éves korhatárt. Így az időskori függőségi ráta 2050-re 50 százalékra emelkedik, vagyis, ahogy némileg hatásvadászó (de mindenképp szemrehányó) hangon mondani szokták, két keresőkorúra jut majd egy időskorú.

Csak hogy eltartani nemcsak az időseket kell, hanem a gyermekeket és fiatalokat is. A T-vel jelzett görbe a teljes demográfiai függőségi rátát ábrázolja, vagyis a 0–18 évesek és a 62-nél idősebbek együttes arányát a 19–62 éves keresőkorúak százalékában kifejezve. Ez viszont az előző századfordulón közel 100 százalék volt, vagyis „minden egyes keresőre jutott egy egész eltartott”. Ez a ráta azután a 20. század közepéig csökkent és az 1990-es évek közepéig 70 százalék körül ingadozott. Figyeljük meg, hogy jelenleg kegyelmi periódusban, különösen kedvező demográfiai helyzetben vagyunk, minden eddiginél alacsonyabb teljes függőségi rátával, egészen a 2010-es évek végéig. Éspedig nem azért, mert kevés a gyerek és az öreg, hanem mert sok a keresőkorú: a Ratkó korosztály még, a gyermekeik már kere-

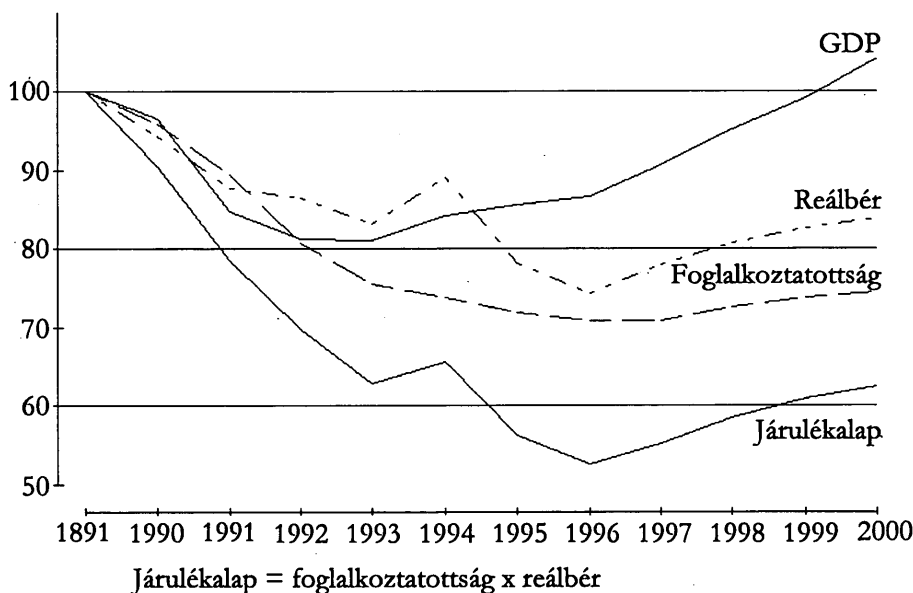
sőkorban vannak. A Ratkósok kilépésével azután a két ráta lényegében szinkronban fog mozogni.

Jelenleg mindenestre szemrebbenés nélkül, könnyedén viselhetnék a keresőkorúak a minden eddiginél kisebb teljes eltartási terhet. Hogy mégsem így van, az már nem a népesedési folyamatokból következik. Ugyanis nem az a fő kérdés, hogy hányan vannak és lesznek kereső korban, hanem hogy közülük *hányan vannak és lesznek valóban keresők, vagyis foglalkoztatottak.*

2. Foglalkoztatottság

Nézzük először a múltat madártávlatból: 1989-től máig.

5. ábra. Makrogazdasági jellemzők az átmenetben
Magyarország 1989=100



Forrás: Saját szerkesztés

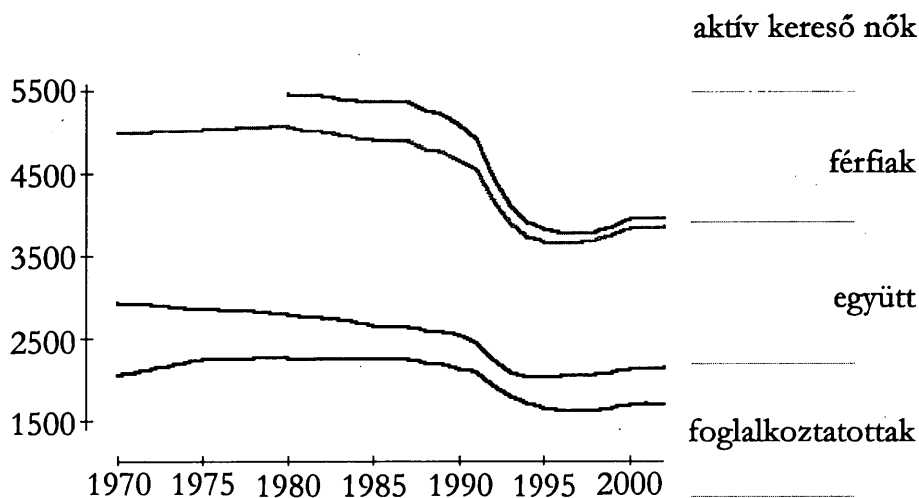
Az 5. ábrán látható, hogy a GDP már az ezredfordulón elérte és azóta növekvően meghaladja a rendszerváltás előtti színvonalat. A reálbér ettől jócskán lemaradt, csak az utóbbi két-három évben ugrott meg, eléggé nem kárhoztatható módon, bár még mindig nem érte el a GDP-t, más szóval a GDP-hez viszonyított aránya még mindig a rendszerváltás előtti arány alatt van.

Nem így a foglalkoztatottság, amely lehorgonyozott a rendszerváltás előtti szint 80 százaléka alatt és lényeges növekedésre semmi hajlandóságot nem mutat. Ez azt jelenti, hogy az egy foglalkoztatott által megtermelt GDP, ami a termelékenység legáltalánosabb mérőszámának tekinthető, jóval magasabb, mint 15 évvel ezelőtt volt.

Ez nem hazai sajátosság, nem is az átmeneti gazdaságoké. A fejlett világban a foglalkoztatottság növekedése mindenütt elmarad a GDP növekedésétől, sőt, a foglalkoztatottság abszolút csökkenése sem ismeretlen jelenség. Az „új gazdaságként” aposztrofált rend általános jellemzője, hogy a gazdasági növekedés munkaerő felszívó képessége csökken. Munkamegtakarító technológiák és állásfelszámoló munkaerőpiaci technikák csökkentik a munkaerő iránti keresletet, különösen az alacsonyabban képzett, meg a jobban megfizetendő, tapasztaltabb munkaerő iránti keresletet. A munkaigényesebb termelés pedig, sőt már a szolgáltatás is, kitelepiül a fejlődő világba.

Persze, a fejlett gazdaságokat 1929 óta még nem érte akkora megrázkódtatás, mint a 90-es évtizedben a Kelet-európai átmeneti gazdaságokat.

6. ábra. A foglalkoztatottak létszáma



Forrás. Saját szerkesztés

Érdekes, hogy a foglalkoztatott nők száma még a 80-as évek végéig nőtt, miközben a férfiak száma már 1970-től enyhén csökkent. Ebben szerepet játszhatott részben a középkorú férfiak egészségi állapotának, halandóságának romlása, részben a női esélyek javulása, nem függetlenül a születési ráta alakulásától. De gyanítom, hogy már az „átkos” gazdaság sem volt mentes a világgazdasági tendenciától: a női munkaerő olcsóbb és ezért kelendőbb.

A lényeg azonban, hogy a két változás nagyjából kiegyenlítette egymást és így az aktív keresők száma nagyjából változatlan maradt a 80-as évek közepéig. Az ezt követő évtizedben azonban földindulásszerű zuhanás következett be: néhány év alatt több mint másfél millió munkahely, az állások számának mintegy 30 százaléka szűnt meg. A foglalkoztatottak száma még jobban csökkent, mint az aktív keresőké, mert a foglalkoztatott nyugdíjasok száma szinte elenyészővé vált (ez a két felső görbe közötti különbség).

Nincs időm ebben az előadásban a munkaerőpiac másik alapvető jelenségével, a bérarányok változásával foglalkozni. Csak arra az egy tényre szeretnék emlékeztetni, hogy köztudottan százezrek dolgoznak – legalábbis papíron – minimálbérért. Lehet, hogy közülük

sokan, főleg az önfoglalkoztatók, ennél többet keresnek zsebből-zsebbe, de adót és TB járulékot a minimálbér után fizetnek.

Hová lettek a munkaerőpiacról kiszorult emberek? Természetesen menekült, ki hová tudott. Nem kell mondanom, hogy a munkanélküliség nem menekülés, egyrészt mert zsákutca, másrészt mert csak addig tart, amíg a nyilvántartásból ki nem szorul az ember. Menekülési útvonal lehetett a munkát nem találó fiatalok számára a meghosszabbított tanulás, fiatalabb nők számára a Gyed, Gyed és társaik. A legfontosabb menekülési útvonal azonban természetesen a nyugdíj volt, ha kellett, korengedményes, korkedvezményes, előrehozott, akármilyen – és a korhatártól még nagyon távol lévők számára a rokkantsági.

3. Nyugdíj

A nyugdíj rendszer szempontjából nem a keresőkorúak és a nyugdíjas korúak aránya az érdekes, hanem a járulékfizető keresők és a nyugdíjasok aránya. Az egy keresőre jutó öregségi nyugdíjasok számát – az időskori demográfiai rátától eltérően – *rendszerfüggőségi rátának* nevezzük. Az elmúlt húsz év legfontosabb adatai a következők:

1. táblázat. Demográfiai jellemzők 1980–2001

	1980	2001
1. Népesség 16–61. éfő	6586	6522
2. Foglalkoztatott éfő	5458	3859
3. Foglalkoztatottsági ráta (2/1) %	82.9	59.2
4. Népesség 62+ éfő	1654	1853
5. Öregségi nyugdíjas éfő	1342	1866
6. Nyugdíjazottsági ráta (5/4) %	81.1	100.7
7. Időskori demográfiai függőségi ráta (4/1) %	25.1	28.4
8. Rendszerfüggőségi ráta (5/2) %	24.6	48.4

Forrás: Saját szerkesztés

Az 1. táblázatból látható tények a következők: A 16–61 éves népesség alig változott – még nincsenek kevesen a keresőkorúak! Ezzel szemben a foglalkoztatottak száma 1,6 millió fővel csökkent. E kettő aránya a *foglalkoztatottsági ráta*², amely drámaian, kereken 83 százalékról 60 százalék alá süllyedt (ez az egyik legrosszabb arány Európában).

A 62 éves és idősebb népesség 200 ezer fővel gyarapodott – számuk már növekszik, de még messze van a tetőzéstől. Ezzel szemben több mint fél millióval nőtt az öregségi nyugdíjasok száma, így a *nyugdíjazottsági ráta* száz százalék fölé emelkedett.

Mindezek eredményeként az időskori demográfiai függőségi ráta alig növekedett, viszont a nyugdíjrendszer pénzügyi egyensúlyát meghatározó *rendszerfüggőségi ráta* gyakorlatilag

² Ez csak némi pontatlansággal tükrözi a szokásos aktivitási ráta fogalmát, de az egyszerűség kedvéért elfogadható.

megkétszereződött és megközelíti az 50 százalékot, más szóval 4 helyett ma már két foglalkoztatottra jut egy öregségi nyugdíjas.

Mit várunk 2020-ig, a demográfiai függőségi ráta első nagy emelkedő szakaszának végéig? A demográfiai előrejelzés elég biztosnak mondható, hiszen a 2020-ban 16–61 éves népesség már megszületett, legfeljebb a halandóság becslésében lehet némi – csekély – tévedés. Ha feltételezzük, hogy a nyugdíjazottsági ráta nem változik, akkor a nyugdíjasok számát is elég biztonságosan megbecsülhetjük.

2a. táblázat. Tények, előrejelzések 2001–2020

	2001	2020
1 Népesség 16–61 efő	6522	5924
2 Népesség 62+ efő	1853	2304
3 Demog.ráta (2/1)%	28.4	38.9
4 Nyugdíjas efő	1866	2304
5 Nyugd.ráta (4/2)%	100.7	100.7

Forrás: Saját szerkesztés

A 16–61 éves népesség most már 600 ezer fővel csökken, a 62 felettiek száma 450 ezerrel nő, a demo függőségi ráta 28-ról 39 százalékra emelkedik. Ez bizony már elég ijesztőnek tűnik. Vajon mi lehet ennek a következménye? A foglalkoztatottság előrejelzésére nem vállalkozom. Helyette, a 2a táblázat folytatásaként ajánlok egy optimista és egy pesszimista gondolat kísérletet:

2b. táblázat. Optimista vs. pesszimista lehetőségek 2020-ra

	2001	2020 OPTIM	2020 PESSZ
6 Foglalkoztatott efő	3859	4766	3505
7 Aktívítási ráta (6/1)%	59.2	80.4	59.2
8 Rendszerfüggős.(4/6)%	48.4	48.4	65.7

Forrás: Saját szerkesztés

Az optimista kísérletben feltesszük, hogy a rendszerfüggőségi ráta nem romlik tovább. Így a nyugdíjasok számából kiindulva kiszámíthatjuk, hogy ehhez hány foglalkoztatottra van szükség, és azt látjuk, hogy majdnem 4,8 millióra, vagyis a 2001-esnél 900 ezerrel többre; és akkor a 16–61 éves népesség aktivitási rátája 80,4 százalékra emelkedne. Ez ma magas rátának tűnik, de még mindig alacsonyabb az 1980-as 83 százalékánál. Kell is, hogy alacsonyabb legyen, mert a 16–23 éves korosztályban sokkal többen tanulnak tovább, mint 1980-ban. Mindenesetre, a 16–61 éves népességből még mindig „maradna” bő 1,1 millió fő nem foglalkoztatott, és ebből bőven „tellene” iskolára, egyetemre, Gyesre, Gyedre, sőt még rokkant nyugdíjasra is. Az optimista változat tehát demográfiailag tökéletesen lehetséges.

Ezzel szemben a pesszimista kísérletben azt tesszük fel, hogy a katasztrofálisan rossz foglalkoztatási ráta marad változatlan. Így a létszámok alapján kiszámíthatjuk, hogy mindössze 3 és fél millióan lesznek foglalkoztatottak, tehát közel 2 és fél millióan lesznek nem-foglalkoztatottak. Akkor a nyugdíjrendszer rendszerfüggőségi rátája végesen tovább nő, közel 66 százalékra – de ne felejtszünk el arról, hogy a nyugdíjasokon és a gyerekeken kívül 2 és fél millió munkaképes korú embert is el kell tartani.

A valóság valószínűleg a két kísérlet között fog alakulni, de félő, hogy sokkal közelebb lesz a pesszimistához, mint az optimistához. 2020-ig 900 ezer új munkahely ugyanis valószínűleg az álmok birodalmába tartozik.

4. Következtetés

A nyugdíjrendszer és az egész jóléti rendszer sorsát nem elsősorban a demográfiai, hanem a gazdasági folyamatok határozzák meg. Álságos dolog panaceaként emlegetni a nyugdíjkorhatár további emelését, amikor a korhatárhoz közeledők, sőt az annál jóval fiatalabbak számára sincs munkaalkalom.

Továbbá nemcsak az a kérdés, hogy tíz–húsz–harminc év múlva az akkori keresőkorúak közül hányan fogják „eltartani” az akkori, velük együtt élő nyugdíjasokat, hanem hogy miből lesz nyugdíjuk nekik maguknak, amikor majd megöregszenek? Miből lesz időskori jövedelmük azoknak az embereknek, akik már ma is teljesen kiszorultak a munkaerőpiacról, vagy csak szezonálisan, részmunkaidőben, munka és munkanélküliség között ki-be járva, részlegesen foglalkoztatottak, akkor is csak minimálbéren? Vagy akik a mezőgazdaságban, az úgynevezett családi kisgazdaságban rekedtek és ma egyáltalán nem fizetnek nyugdíjjárlékot? Milliós szám lesznek, akik egyáltalán nem szereznek nyugdíjjogosultságot, vagy olyan, a mai alacsony nyugdíjknál is kevesebbre jogosítót, amiből a pusztá életet sem lehet fenntartani.

A XX. századi nyugdíjrendszereket a bérből és fizetésből élők számára találták ki, nem a gazdagoknak, nem a vállalkozóknak (a kényszervállalkozóknak sem!) de nem is a legszegényebbeknek. Bérjárulékra épülnek és lényegében biztosítási jellegűek, amennyiben a nyugdíj összege így vagy úgy, de valahogyan függ az életpálya során fizetett járuléktól. (Ez egyaránt igaz a társadalombiztosítási rendszerben és az újabb keletű magánpénztárakban.) Ugyanakkor országoként változó módon, de gyakorlatilag mindenütt, úgynevezett szolidaritási elemek is keverednek ezekbe a biztosítási rendszerekbe: több munkában töltött évért, nagyobb keresetért nem arányosan több, csak valamivel több nyugdíj jár. Ez a szolidaritás tehát nem más, mint a bérből és fizetésből élő, nyugdíjbiztosítottak közötti újraelosztás az alacsony keresetű és nem teljesen foglalkoztatottak javára.

Ez valószínűleg nem lesz fenntartható egy teljesen megváltozott, erősen beszűkült és a nyugdíjig tartó biztos állás helyett mindenféle „rugalmas” formákra épülő munkaerőpiac mellett.

Szükséges, de nem elégséges a nyugdíjrendszer mennyiségi paramétereit, a korhatárt, a helyettesítési rátát, a járulék-kulcsot módosítani, valamint a kötelező nyugdíjrendszer két „pillére”, a TB és a magánpénztárak közötti kapcsolatot rendbe tenni. *Az időskori jövedelem-biztonság teljes intézmény-rendszerét kell újragondolni.* Ez a XXI. század egyik legnagyobb kihívása.

Állampénzügyek egy kiemelkedő közgazdász szemével Képzelt Riport egy 1990. évi parlamenti vitanapról ¹

Botos Katalin*

Felszólal:

dr Botos Katalin, pénzügyi államtitkár

*Tisztelt Elnök Úr, tisztelt jelenlévő képviselő urak! Tisztelt polgártársaink a Televízió képernyői előtt!
A mai vitanap tárgya az államháztartás főbb kérdéseinek vizsgálata.*

Azért jöttünk össze, mert a politikai rendszerváltás után hatalmas feladatok várnak ránk.

*Helyre kell állítanunk országunkban a piacgazdaság működését, és biztosítani kell, hogy a min-
denkori végrehajtó hatalom helyes elvi alapokon állva lásson az államgazdaság ügyeinek vitéléhez. Eh-
hez mindenek előtt azt az elméleti háttérrel kell meghatározni, amelynek keretében gondolatainkat elren-
dezzük.*

*Hogy miért elengedhetetlen az elméleti alapok tisztázása most, amikor a sürgető napi feladatok
özöne vár ránk, némi magyarázatra szorul. Hajlamosak vagyunk belevágni az operatív tennivalókba
„hagyjuk az ideológiát!” felkiáltással. Hadd emlékeztessem mindazokat, akik az elméletet lebecsülik, egy
19. századi tudós ember (b. Hock) mondására: Die Theorie überflüssig erklæren, heisst den
Hochmut haben, man brauche nicht zu wissen, was man sagt, wenn man spricht, was man
thut, wenn man handelt...”. Ha az elméletet fölöslegesnek tartjuk, azt a nagyvonalúságot jelenti, hogy
nem kell tudni, mit mondunk, amikor beszélünk, nem kell tudni, mit teszünk, amikor cselekszünk...
(Kautz 17. o.)*

*Talán sokan felteszik a kérdést: mire való az időt ezzel tölteni? Annyi tudós közgazdász,
többnyire amerikaiak, kaptak Nobel-díjat, s mi már azok közül soknak munkáit lefordítottuk magyarra.
Vannak kitűnő hazai elméleti szakembereink is, akik az angolszász szakirodalmat jól ismerik. Tudjuk,
mit kell tenni.*

*A magam részéről korántsem vagyok ilyen nyugodt. Itt nem egyszerűen elméleti ismeretekről van
szó. Itt és most, Magyarországon kell gazdaságpolitikát csinálni. Egy olyan országban, ahol a jogrend –
minden torzítása ellenére az elmúlt negyven évnek – alapvetően a német jogrendszerhez áll közel. Intézmé-*

¹ Tekintettel arra, hogy a rendhagyó tanulmány Kautz Gyula: „Államgazdaság – vagy pénzügytan” című munkájának gondolataihoz fűzi a Szerző gondolatait a Tanulmány külön hivatkozásokat nem tartalmaz. Az érdeklődők Kautz életével és munkásságával foglalkozó fontosabb tanulmányok jegyzékét megtalálják az Aula kiadónál reprint formában 2004-ben megjelent Kautz Gyula könyv 373. oldalán, Bekker Zsuzsa: „Kautz Gyula élete és munkássága” című tanulmányában, továbbá a „Tantörténet és közgazdaságtudomány” címmel Bekker Zsuzsa szerkesztésében, ugyancsak az Aula Könyvkiadónál 2003-ban megjelent könyv, Bekker Zsuzsa által jegyzett cikkében: „Egy magyar ‘homohistoricus’ Kautz deschtéje a közgazdaságtudat emlékeztetkihagyásai és az eszmétörténet írás” c. tanulmányának hivatkozásaiban. Utóbbi mű irodalomjegyzéke számos Kautzra utaló tanulmány szerzőjéről és munkájukról is képet ad.

* Botos Katalin, D.Sc., intézetvezető egyetemi tanár, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)

nyeink, hagyományaink, s nem utolsó sorban helyzetünk erősen eltér a fővonal, a szabad piac minta országának számító amerikai modellől.

Fontos ezért, hogy emlékeztetünkbe idézzük azt az állambáztartással (is) foglalkozó kitűnő magyar tudóst, akinek elméleti felkészültsége gazdag gyakorlati tapasztalattal párosult: Kautz Gyulát. Való igaz, hogy a múlt századhoz képest a gazdasági viszonyok hatalmasat változtak, mégis elmondható, hogy az az elméleti alapvetés, amit ő tett „Nemzetgazdaság és pénzügytan” című munkája harmadik kötetében, nélkülözhetetlen számunkra, mert időtálló érték.

Engedjék meg ezért, hogy bemutassam kevesek által ismert munkáját – hiszen könyvtárainkban elvéve, ha akad példány a műből – az Államgazdaságtan vagy pénzügytan c. művet.

- Négy témakör köré csoportosítom a szerző mondanivalóját:
- Mi a pénzügytannak, mint tudománynak a lényege,
- Melyek a fő kiadási tételtek,
- Milyen a célszerű adórendszer,
- S hogyan célszerű az államadóssághoz hozzáállni.

Bizonyos vagyok abban, hogy a hallottakból a mai gazdaságpolitika és fiskális politika alakításakor is sokat tanulhatunk.

1. Az államgazdaságtan fogalma

„Az államgazdaság: a társadalom közös szükségleteinek közös gazdasági erővel való ellátása” (Kautz 2. o.). A közös szükségletek körébe azok a javak tartoznak, amelyek magángazdasági úton egyáltalán nem előállíthatók, vagy legalább is gazdaságosan semmiképpen nem produkálhatóak. Mivel a modern gazdaság pénzgazdaság, ezért az államgazdasággal szinte szinonimaként használhatjuk a pénzügytan fogalmát, amennyiben *közpénzügyeket* értünk rajta. Hiszen, hogy mi a közös szükséglet, azt megtestesítik a kiadási előirányzatok, a bevételek pedig az ehhez szükséges pénzügyi források.

Vannak, akik a pénzügytan alatt a pénz- és érmeügyeket, esetleg a pénzülméletet értik. Kautz nem így használja a fogalmat. Pénzügytan címszó alatt a mai értelemben vett fiskális politikát tárgyalja, annak is elsősorban a legszorosabban vett pénzügyi vonatkozásait. Tisztában van ugyanis azzal, hogy a közpénzügyek a gazdaság egészére hatással vannak. Ezt az államgazdaságtan *közgazdasági funkciójának* tekinti, amivel idézett munkájában csak érintőlegesen foglalkozik. Nem véletlenül különböztetett meg nemzetgazdasági és államgazdasági pénzügyeket, hiszen az előbbibe egyértelműen bele tartoznak a magánszektor pénzügyei is. Nem biztos, hogy a mai korban helyes megoldás lenne a közgazdasági funkciót mellőzni. Ma már a 19. századi helyzethez képest sokkal, de sokkal szorosabban összefonódik az állambáztartás a magángazdasággal. A szűkebb értelmezés azonban abban segít, hogy az állam gazdálkodásának – mai szóval az állambáztartásnak – a technikai mélységéig hatoló tárgyalását lehetővé tegye. Márpedig – mint ismeretes – az ördög a részletekben van. Könnyen szállnak el a levegőbe szónokias mondatok a nép javáról, de nehéz annak helyes módját megtalálni, különösen a megvalósításhoz szükséges forrásokat.

Bár Kautz a pénzügyek és az államgazdaság fogalmát szinte egynek tekinti, nem abszolutizálja magát a pénzt. Az államgazdaságnak nem célja: csupán eszköze a pénz, amelynek segítségével feladatait elláthatja.

Nem az államnak magának kell gazdagodnia – polgára gazdagodását kell elősegítenie. Ez az államgazdaság – a pénzügytan – feladata. Ez az alapvető maxima, amely vörös fonalként végig

vonul munkáján, ennyiben mindenképpen utalva a közgazdasági összefüggésekre. *Minden, ami a magánszféra kibontakozását akadályozza, – túladóztatás, államadósság révén a magántőkések elől a megtakarítások elszippkázása – elutasítandó. Mindent, amit a magánszektor meg tud oldani, azt a kezében kell hagyni.*

Figyelemre méltó, hogy rámutat: az így definiált pénzügytan nem elvont, tértől–időtől független állítások halmaza. Nemzeti sajátosságokat visel magán minden ország gazdálkodása, ha mégúgy hatnak is rá a fejlett országok példái. Ugyanakkor a könyvben szereplő megállapítások az akkori kor viszonyait tükrözik, mégis, éppen az a csodálni való, hogy mennyi gondolat hasznosítható belőle napjainkban is.

Az államgazdaságtan magában foglalja nem csak a központi, de az *önkormányzati* gazdálkodás egészét is, ezért Kautz behatóan foglalkozik a helyi és a központi kormányzat közötti viszonytal. Fontos szempont, hogy ne kettős terhelés nehezdedjen a polgárookra, hanem a feladatokhoz arányosíttassanak a jövedelmek, azaz, a polgároktól való elvonások. Bár az állami gazdálkodásnak is alapvető elve kell, hogy legyen – csakúgy, mint a magángazdálkodásban –, hogy a legkisebb áldozattal a legnagyobb eredmény „éressék el”, az nem ütközhet *az igazságosság és a közzerkölc elvébe*. Nem fordít magáncélra közjővedelmet, kerül minden lépést, amely az ország finansziális hitelét veszélyeztetné.

A polgárok vagyona nem „orványászat tárgya”, tehát nem sorasztható el a magángazdálkodók tőkéje a közcélokra való hivatkozással. Ugyanakkor, bár a takarékos gazdálkodás vezérelv, a takarékoság nem lehet öncél, hiszen a jövedelmeket a feladatokhoz kell igazítani, s nem fordítva, mint a magángazdaságban. Ebből feltétlenül adódhatnak konfliktusok. Ezekre visszatérünk az állam eladósodásának vizsgálatakor.

Azt azonban le kell rögzíteni: „*minden, ami finansziailag lehetséges, egyáltalán lehetséges, s ami finansziailag kivihetetlen, az egyáltalában kivihetetlen az államra nézve*” (Kautz 13. o.).

Mai szóhasználattal: az államra is érvényes, ami a gazdaság egészére, hogy *csak a finanszírozható növekedés a fenntartható növekedés!*

Mivel az állam háztartásának a döntéseket nem kizárólag szakemberek, hanem politikusok hozzák, és nem saját kockázatukra, hanem a közösségére, egyértelmű, hogy *a pénzügyi rendszer működtetése alapvetően politikafüggő*. B. Luis, Lajos Fülöp pénzügyminisztere mondta: „*Csinálatok nekem jó politikáit, és én csinálók nektek jó finansziát!*” (Kautz 14. o.).

Azt hiszem, ez napjainkra is érvényes. Igaz ugyan, hogy a modern államháztartásnak is törekvése, hogy az egyes törvényjavaslatok pénzügyi következményeikkel együtt terjesztessenek be, hogy a Tisztelt Ház meg tudja ítélni a várható pénzügyi egyensúlyi helyzetet. Ez sok bizonytalansággal járó feladat, már eddig is láttuk, és várhatóan látni fogjuk még, hogy sokszor írott malaszt maradt. A politika nem háríthatja el magától a pénzügyekért viselt felelősséget. Ha pénzügyminiszterek fejét veszi is, ha ösztűz alatt tartják őt és apparátusát a társmínisztériumok hivatalnokai részérdekerek lobogtatásával, a pénzügyi tárca nem pénzautomata. Nem tud eleget tenni egyszerre ellentmondó követeléseknek. A prioritások felállítása, s a polgárok terhelhetőségének megítélése politikai feladat. Nemzetgazdaságtól, politikától független pénzügytan nincs. A kormányfő nem reménykedhet abban, hogy minden tárca-birtokosnak kielégítő keretet lehet adni, ravasz pénzügyi trükkök segítségével. Vállalnia kell a kényelmetlen döntést, s azért viselnie kell a politikai felelősséget. A Parlament ellenőrző szerepe pedig nem lehet egy második menet a lobby-csaták megvívásában. Nem lehet törvénymódosítások tömkelegével szétbombázní egy konzisztens költségvetési törvényt. Sokkal ésszerűbb, ha a parlament a prioritások kijelölésének *előzetes megvitatásában* jeleskedik, s nem konkrét pénzüsszegek „keresztül-verésében”. Hiszen senki nem kételkedik

a jó szándékban, amellyel az egyes egyéni képviselők körzetüknek, szakbizottsági résztvevők az érintett területnek forrást szeretnének biztosítani. Éppen ezért fontos, hogy minden politikai pályára lépő személy, minden törvényhozási és önkormányzati képviselő megszerezze az e téren szükséges alapvető ismereteket. Különben a pokolba vezető út csupa jó szándékkal lesz kikövezve.

2. Az államkiadásokról

Az állam szükséglete nem abszolút, hanem relatív. Hogy mi soroltassék az állam feladatai közé, Kautz szerint nem a pénzügytannak, hanem a politikatudományoknak a feladata meghatározni. Azt azonban meg kell állapítanunk, hogy szinte „természettörvényi jellegű szabály”, hogy a polgárosodás terjedése (hatására) a státusz-szükségleti mérv folyton fokozódik. A gazdasági fejlettség szintjével az állami szerepvállalás is nőtt. Kautz nyilván a 19. századi helyzetből indult ki. A mai viszonyok közepette azt tapasztalhatjuk, hogy az újraelosztás mértéke túlságosan is nagy lett. Tudnunk kell, hogy Kautz az állam szociális szerepvállalását nem vette számításba. Modern korunk túlelosztása pedig jórészt azon „socialistikus eszmék” tündöklésének és bukásának az eredményeit tükrözi, amelyek szerint a költségvetésnek a feladatát képezi a szociális igazságosság megteremtése is.

Kautz által számításba vett kiadások a következők: 1. kormányzati, 2. közigazgatási és igazságügyi szolgáltatási, 3. pénzügyi (igazgatási és adósságszolgálati), 4. katonai, 5. kulturális kiadások. Szerinte az, „hogy a jövedelemelosztásból eredő bajok orvosoltassanak”, *túlmutat a pénzügytan keretén*. E tekintetben tehát Kautz teljességgel a liberális elvek alapján áll, s erősen bízik a piac egészséges jövedelem-allokációjában. Nem számol még azzal a monopolisztikus torzulással, amely egyáltalán nem garantálja a termelési tényezők számára a méltányos piaci árat. Azt azért meg kell jegyezni, hogy rendkívüli helyzetekben számításba veszi, hogy szükség lehet a költségvetésből finanszírozott szociális juttatásokra. Ezt azonban fokozott ellenőrzéshez javasolja kötni, hogy abból csak a tényleg rászorulóknak részesedjenek. Alapelve, hogy az államkiadásokban az egysúlyra kell törekedni, vagyis a kiadásokat a bevételek lehetőleg fedezzék, egy meghatározott időszak alatt. Mindehhez széles látókörű, „szakavatott és alapos képzettségű” „közvezetők”, *köztisztviselők*re, s emellett „belátó, ügybuzgó és hazafias érzületű (!) népképviselőket” közreműködésére van szükség. Fontos a jó pénzügyi *statisztika* megszervezése is, mert ez képezi az intézkedések hatásvizsgálatainak alapját.

A köz szolgálatában lévő szervek – minisztériumok, bíróságok, számvevőszék – vezetőit úgy kell dotálni, hogy kellő mérvű anyagi függetlenségnek örvendjenek, s hogy az államelnök – vagy az államformának megfelelően az udvar – kellő méltósággal képviselhesse hazánkat a külföld előtt. Figyelemre méltó, hogy azt javasolja: a képviselők számát csökkentsék, s az ülésezések idejét korlátozzák. Az első javaslat akár ma is megfontolandó, az ülésezések sűrűségét viszont a törvényhozási feladatok sokasága határozza meg, hiszen negyven év törvénykezési gyakorlatának alapos felülvizsgálata, törvények seregének megalkotása a feladat. Ez eredményes csak akkor lehet, *ha tudjuk, mit teszünk, amikor cselekszünk*, tehát, ha van határozott képünk arról, milyen társadalmat és gazdaságot akarunk felépíteni. Olyat-e, mint Kautz gondolta, amelyben az állam szociális szerepvállalására egyáltalán nem kerül sor, vagy olyat, amelyben ez szükségszerűen megjelenik. Olyat-e, amely teljes egészében magántulajdonon alapul, vagy olyat, amelyben az állami tulajdonlásnak is megvan a maga helye, különösen az infrastruktúra területén. Kautz ez utóbbi mellett tette le a voksot,

mert az infrastruktúráis beruházásokat olyannak tekintette, mint amelyek a magángazdálkodás feltételein javítanak, annak profitabilitását segítik, s mint ilyen állami kiadások, gyarapítják a polgárok gazdagságát.

Érdekes a *hadiügyi kiadások* megítélése. Oly korban, melyben a mű született, amikor a helyi háborúkkal reálisan számolni kellett, egyes országok költségvetésének akár 4/10-ét is elérte a hadi költségvetés. Kautz leszögezte: *nincs az a jóvátétel, amely megérje a háborúskodást*. A háborúk okozta károkat „még a legszerencsésebb kimenetelű hadi vállalkozás sem képes pótolni”, azok „a nemzeti vagyonton súlyos, soha helyre nem hozható” csorbát ütnek. (Kautz 39. o.). Látnoki szavak voltak ezek a maguk korában. Tudomásul kell vennünk, hogy a mi nemzetünk, a mi újra felépítendő demokratikus köztársaságunk két világháború, forradalmak és az elvesztett „békeharc” romjain épül. Ezt fel kell fognia valamennyi polgárnak hazánkban, mert nem támaszthatunk túlzó elvárásokat az állami eszközökkel megvalósítható jólét tekintetében. „*Súlyos, helyre nem hozható csorbák*” üttettek a magyar gazdaság testén. Bár láttuk, hogy boldogabb nemzetek Európa szerencsésebb felében képesek voltak kiheverni a mienkéhez hasonlatos – esetleg még nagyobb – háborús megrázkódtatásokat is, lásd NSZK legújabb kori történetét. A békeharc elvesztése azonban még rosszabb örökséget hagyott hátra. Nemcsak anyagi, de morális károkat is okozott. Mert mit kezdjünk ma Kautz azon utalásaival, hogy „*az igazságosság és a közérkölc*” az iránytű a pénzügytanban. Senki nem bízik ma igazán az államban, annak képviselőiben, s az elmúlt negyven év alapján erre minden alapja megvan.

A megromlott közmorál ugyan nem kizárólag magyar sajátosság, nem csupán a volt szocialista országokat jellemzi. Az a tény, hogy az állam felvállalta a szociális igazságosztó szerepét, más oldalról szavazatvásárlási akciókká vált a Lajtán túl is. Ez vezetett ahhoz az állami újraelosztási mértékhez, amely a jövőben aligha lesz tartható se nálunk, se Nyugaton. A magyar átalakulásban pedig erősen kétséges, hogy az állami tulajdon magánosításánál a fentebbi erkölcsi elvek kellően érvényesülni tudtak és tudnak-e. Olyan hangok hangzanak, hogy ez most a vadnyugati erkölcsök világa, majd a következő generációk lesznek a tisztesség bajnokai. Csupán arra nincs válasz, hogy a „közérkölcök” rovására szerzett vagyonok mennyiben biztosítják majd azt a társadalmi békét, amely mellett a piaci szorgalommal szerzett vagyonnal arányos jövedelem-különbségek tolerálhatók lesznek.

Kautz Gyula világos és hasznos útmutatásokat ad a költségvetés, a „budget” összeállítására vonatkozóan is. Az egyensúlyra törekvés érdekében a lehető legpontosabb becslés szükséges mindkét oldalon, a bevételek és kiadások tekintetében is. A bruttó, vagy nettó szemléletű költségvetés lehetősége közül az elsőt támogatja, mivel az teszi lehetővé a polgárok megterhelésére vonatkozó ítéletek reális meghozatalát. Megfogalmazza a póthitel és az átcsoportosítás lehetőségét is, de mind a normál költségvetés összeállítását, mind az esetleges módosításokat *szigorú alkotmányossági elvek alapján* tartja kivitelezhetőnek. Nem tartja lehetségesnek, hogy a végrehajtó hatalom rendeleti úton teremtsen magának bevételt, s azt sem, hogy saját döntésével lemondjon valamely költségvetésben előirányzott kiadás teljesítéséről. Ugyanakkor létezik „szükségi jog”, vagyis olyan helyzet, hogy előre nem látott kiadást kell teljesíteni. Ezt Kautz *hitelfelvétellel* látta megoldhatónak, amíg az ügy *alkotmányos rendezést* nem nyer, mert mindenképpen erre az útra kell terelni a dolgot. A parlament egyébként elutasíthatja a kormányzat által benyújtott költségvetést, (adómegettagadási jog), s ez gyakorlatilag a kormány bukását jelenti (Kautz, 45. o.). Mérlegelés tárgya, hogy egy évre, vagy hosszabb időre állapítsák-e meg a költségvetés előirányzatait. *Kautz az egy éves rendszer mellett teszi le a voksát*, mivel az jobban biztosítja az áttekinthetőséget, a parlament ellenőrzési

lehetőségét, amelyet feltétlenül biztosítani kell. Mint ahogy azt is, hogy a magukat jogaikban sértve érző polgárok bírósághoz fordulhassanak. A költségvetésről zárszámadást kell készíteni a parlament számára, s csakis ennek jóváhagyása adja meg az „abszolutoriumot” a kormány számára.

Ha a kiadások rendes, vagy rendkívüli okok folytán meghaladják a később részletezendő bevételeket, az egyensúlyba hozatal érdekében intézkedéseket kell tenni. Természetesen, lehetséges mód az *adóemelés*, de annak komoly közgazdasági határai vannak, ti. van, ahol az adóterhelés már a termelés és a forgalom csökkenését eredményezi. A *hitelfelvétel* is megoldás lehet, de az a jövőre hárítja át a terheket, nem szünteti meg véglegesen az egyensúly-hiányt. A társadalom sokszor úgy tekinti az állami hitelfelvételt, mintha ahhoz semmi köze nem lenne. Pedig a terhek elől nem menekülhet: *Ricardo ezért ajánlotta, hogy az állami adósságokat transzformálják magánadóssággá, amit ki-ki törlesztene* (Kautz 58. o.). Vannak további lehetőségek, ezek közül kettőt említünk meg: a *költségvetési restriktciók*, és az állami tulajdon elidegenítése, (ha tetszik, a *privatizáció*).

Kautz figyelmeztet: a restriktciót nem könnyű megvalósítani. „Az egyszer kiszélesített szükségleti mérvnek szűkebbre vonása sok érdek sérelmével szokott járni” (Kautz 56. o.). A befejezetlen beruházások anyagi kárt okoznak, a visszalépés a kulturális, vagy gazdasági területeken meg súlyos feszültségeket okoz. Ami a privatizálást illeti: ez kétségtelenül jó eszköz az egyensúly megteremtésére, „de gyakran áron alul kelnek el a jószágok, hiszen érezhető a kényszer hatása, s ezt az ügyfelek kihasználják. Nagy értékek kerülnek így potom haszonért prédára. Ráadásul korlátos lehetőség, az egyszer eladott jószág végleg csökkenti a végszükség idején felhasználható vagyont.

Hogy az egyensúly megtartható legyen, a kiadások és bevételek megfelelően strukturált összhangját kell megteremteni. Az éves rendes – rendszeres – kiadások – beleértve a korábbi adósságok szolgálatát is – adóból fedezendő, a rendkívüli költségek esetében mérlegelni kell, hogy mi jár károsabb hatással a gazdaságra: az adóteher-növelés, vagy a meg takarítások elvonása a magánszektorból. (Kautz tehát világosan utal a crowding-out-ra, a kiszorítási hatás jelenségére). Ugyanakkor azt is látni kell, hogy az adó kötelező újraelosztási rendszer eleme, míg a *hitelezés* – *normál esetben* – *önkéntes*. Így az utóbbi kedvezőbb lehet, főképp, ha az abból megvalósítandó kiadások egyértelműen növelik a jövőbeni nemzeti jóvedelmet, s így megteremtik az adósságszolgálat alapját.

Történelminek tekinthető az *államkincses* kapcsolatos fejtegetés, mi szerint a háborús fenyegetésre jó, ha van kellő nemesfémkészlet. Negatívumként hozzák fel, hogy e biztonságért nagy árat fizet az ország, hiszen elmaradnak a kamatbevételek a kincsként őrzött tartalékalapok után, ugyanakkor ennek birtokában egy háborús fenyegetettség esetén a kezdeti nehézségek áthidalhatók, lásd fedezettel bíró papírpénz-kibocsátása. Található némi párhuzam a modern kor eszköztára és a fenti megfontolások között, hiszen pontosan ilyen megfontolásból célszerű tartalékdevizát felhalmozni az országban, az esedékes kötelezettségek teljesítéséhez szükségesen felüli hitelfelvétel révén. Ennek is van ára, a kamatkülönbözet, de ezt is a biztonság szempontjai indokolhatják: ha nem is háború, de a folyamatos importfinanszírozás biztosíthatósága, s a folyamatos hitelfelvétel garantálása.

3. Az állam bevételei

A szorosan értelmezett pénzügytan leglényegesebb eleme: az állambevételek ésszerű rendszerének meghatározása.

Az állambevételek *vegyes rendszert* képeznek: közvetlen és közvetett bevételekből állnak. A közvetlen bevételekre az állam tulajdonosi jogon tesz szert, a közvetett bevételeket az adók jelentik. Az adóknak is két neme van, a beszedés módja szerint: direkt és indirekt. A direkt adót az viseli, akire kivetik, az indirekt adó általában tovább hárítható. Akire áthárítják, nem mint adót érzi – számára egyszerűen a fizetendő ár része lesz.

Az adók számtalan szempontból osztályozhatók még tovább. Előbb azonban nézzük meg, hogyan foglal állást nagy tudósunk a közvetlen állambevételek tekintetében!

Középkorias megoldásnak tartja, hogy az állam széleskörű tulajdonjoggal bírjon termelőeszközök fölött, hiszen az „nagy mértékben bénítaná és korlátozná a polgárok gazdasági tevékenységét”. (Ez a középkor – Kautz szavaival „az államszocializmus félszeg eszméje” – érkezett el hozzánk a kommunizmussal, amikor a mindenható párt utasítására államosították gyakorlatilag a termelővagyon egészét.). „Nem szenved kétséget, hogy az állam, amely ily roppant terjedelmű, s vállalkozásszerű jelleggel bíró háztartás vitelére lenne utalva, ez által tulajdonképpen, felsőbb (ethikai–politikai) rendeltetésétől elvonatnék.” (Kautz 73. o.). Teljesen egyértelmű, hogy az állam gazdálkodása nem azonos egy vállalat ügymenetével, nem lehet egy országot úgy kormányozni, ahogy egy vállalatot vezetnek. Az is látnoki, ahogy a nagy pénzügyi hatalommal bíró „államközegek” száz meg száz irányban lehetséges visszaélésére utal. Érdekes, figyelemre méltó gondolat, amely az alkalmazásban állók, tehát az adott kormánytól közvetlen egzisztenciális függésben lévő munkavállalók politikai célokra való felhasználására utal, arra, hogy például választásokkor jól manipulálható tömeget alkotnak, s ez a kormányt a nemzet képviselétől eltávolíthatja, mert magát a nemzet akaratától függetlenítheti. Ezért célszerű a *vegyes rendszer*, amely számol ugyan bizonyos eszközök állami tulajdonban maradásával, de *bevételei zömét adókból és illetékekből szerzi*.

Ami az illetékeket illeti: itt némileg szorosabb a kapcsolat a bevétel és az állam által nyújtott szolgáltatás között, mint az adóknál. Elvileg az adókat is „visszakapja” az állampolgár, hiszen biztonságra, ügyintézésre, védelemre, kultúrára neki is van szükséglete, de itt nincs megpántlikázva a felhasználó személye. Az illetéket az fizeti, aki az állami szolgáltatást igénybe veszi. Lásd: postai illetékbélyeg. Azt már Kautz is leszögezi, hogy az állami kezelésben tartott vállalkozásoknál, ahol a javakhoz való széleskörű hozzáférhetőséget biztosítani kell, mérlegelni kell a gazdálkodás profit- vagy non-profit megszervezésének lehetőségét. Azt, hogy a vasút, vagy posta a regalitási, vagy az üzleti elv alapján működtessék, elhatározás kérdése. Fontos alapelvnek tartja Kautz, hogy viszont, ha az állam a felvállalt feladatot üzleti módon szervezi meg, nem szabad jogi előnnyel rendelkeznie a piac többi szereplője fölött, s valóban az eredmény-elvet kell a gazdálkodásban követnie – ma úgy mondanánk, biztosítania kell a versenysemlegességet. (Bár, mint mondja, ez alig kivitelezhető a kellő következetességgel.)

Hol célszerű egyáltalán termelő–szolgáltató vállalatok állami tulajdonban tartása? Ott, ahol annak termékét nagy részben maga az állam fogyasztja, ahol biztonságpolitikai okok szólnak mellette, vagy ahol a magánszféra nem vállalja a túlzott kockázatot. Esetleg mintautésem létesítése is szólhat az állami kéz mellett, vagy az, hogy a rövid távú magánérdek nagyon nyilvánvalóan ütközne a közérdekkel. Ez utóbbi körben említi az erdőket, amelyeket a rablogazdálkodástól óvni kell. Megszívlelendő tanács! Az állami kézben tartott vagyonnal

kapcsolatban mérlegelni kell a *tartós bérbeadás* lehetőségét is. A rövidebb idejű bérbeadás a rablógazdalkodás veszélyeit veti fel. Szóba jöhet ezért a *99–100 éves bérleti szerződés* gondolata is. Talán az egyik legérdekesebb elemzés a *bankügyekkel* kapcsolatos. Kautz felidézi mind az állami tulajdonban tartás, mind a magánosítás mellett szóló érveket. Az állami kézben tartott bankok mellett az hozható fel, hogy így biztosítható e fontos szolgáltatás egyenletes terítése az országban, a jegy kibocsátásból eredő haszon a köz javára fordítódik, s az állambank képes „a túl hatalmas magántőke uralmát korlátozni” (Kautz 91. o.). Más részről viszont elmondja, hogy a banküzlet természete olyan hogy ott állami közegek tartós sikert elérni aligha fognak. A polgárok erős függésbe kerülnek általa az államtól, ami megint csak politikailag nem kívánatos helyzet, s ráadásul a közérdek biztosítása sem egyszerű: „az állambank is rendszerint csak egyes üzleti köröknek, illetve osztályérdekeknek szolgál” S ezt, mint bankelnök, ő már csak tudta.

Az pedig, amikor a kormányzat pénznyomó automatának kívánja tekinteni az állambankot, az egyik legsúlyosabb veszélyforrás.

Nagyon hasznos tanulmányozni, hogyan vélekedik Kautz az infrastrukturális vállalkozásokról. Az utak, vasutak vonatkozásában például egész korszerű elveket vall, amikor azt mondja, az út, a vasúti pálya maga regalitásként kezelendő, de a járműpark versenyeztethető a magánosokkal. A hajózást, a fuvarozást – akkor még a személyfuvarozást is – a magániparnak javasolta átadni. Ha állami kézben maradnak, akkor sem javasolja az ingyenes használat bevezetését, hiszen közösségi áldozatvállalásból egyesek – a használók – részesednének csak, s ez bizonyos aránytalanságot szülne. Vagy a közregalitási, illetéki elv szerint kellene folytatni a tevékenységet, tehát a költségek fedezésére törekedni, vagy tisztán magángazdasági alapon. Magángazdasági elvet tart célszerűnek követni a nagy tőkeigényű, s lassan amortizálódó csatorna-létesítményekre, vasutakra, legalább is, míg a hálózat ki nem épül, a postánál viszont a levél- és péniszállításához fűződő cél s közérdek miatt inkább az illetékrendszert tartja célszerűnek.

Nagyon tiszta és világos megfogalmazást kapunk az *illetékekről*. Rámutat a szerző, hogy itt az állam szolgáltatót, ezt kell megfizetni, vagy olyan eljárásra kéri fel, amellyel költség jár, s ezt is fedezni kell. Van azonban olyan illeték, amely adóként, például vagyonadóként funkcionál. Ilyen gyakorlatilag az örökösödési illeték, mely megcsapolja az átadott vagyont. Kautz úgy látja, hogy azért ez az egyik legszívesebben fizetett adó, hiszen az örökség – úgy mond – minden különös erőfeszítés nélkül hull az illetők ölébe. Más részről felmerül a kettős adóztatás vádja, hiszen a vagyonokat az azt létrehozók egyszer már megadózott jövedelmükből gyűjtötték. Az illeték mértékére Kautz azt a javaslatot teszi, hogy az annál alacsonyabb legyen, minél szorosabban kapcsolódik a közérdekhez. (hitelesítés, engedélyezés, látlelet stb.), s nyilván fordítva. A mértéke olyan legyen, hogy a közérdekű cselekményekkel kapcsolatos illetékeket a szegényebbek is meg tudják fizetni, és a saját érdekükben szükséges illetékköteles tevékenységeket (házasság, születés, községi illetőség, névváltoztatás, úti okmányyszerzés) se hanyagolják el azért, mert az illeték mértéke elrettenti őket.

Szót ejt Kautz az állami *monopóliumokról* is. Hangsúlyozza, hogy bár ez a módszer nagyon célirányos a jövedelemszerzés szempontjából, a fekete kereskedelemnek, a „dugárusságnak” melegágya. Célszerű olyan termékeknél alkalmazni, amelyek a magasabb jövedelműeket érintik, míg például olyan közszükségleti cikkeknél, mint a só, a monopolárat károsnak, s lehetőleg megszüntetendőnek tartja.

Kautz munkája legterjedelmesebb részét az *adórendszernek szenteli*.

Az adószedés joga, s a polgárok adófizetési kötelezettsége nem egy szoros adás-vételi ügylet-hoz hasonlítható. Az adózás kényszere az egyedek felé akkor is fennáll, ha személy szerint annak hozadékát nem tapasztalják meg. Az állam ugyanis „mindenkori tagjaitól független léttel is bíró közület,” melynek „okszerű módon és mértékben” joga van a szükséges forrásokat megszerezni. Nem mindig a mai adófizető a haszonélvezője az állami döntéseknek, lehet, hogy korábbi generációk számára jelentkezett előnyként, aminek az árát most nyögjük, s az is lehet, hogy a mostani áldozatvállalás gyümölcsét a kései utódok fogják csak learatni. Tipikus példa erre most, a rendszerváltás korában az államadósság szolgálata, amely kikényszeríti az adóterhek magas szintjét is. Hiszen a devizában fennálló adósságok szolgáltatához is meg kell vásárolni a szükséges devizát, nem is csekély összegért, hiszen a hazai valuta nominális értéke jócskán csökkent a korábbi időszakhoz képest. Ez, ha csak a kamatszolgáltatást vesszük is figyelembe, jelentős forrást köt le a költségvetésből.

Egy hosszú távra gondolkodó kormányzat viszont nem rettenhet meg a jelen elvonásainak emelésétől, ha stratégiai beruházásokat kell eszközölnie. Bár, s ez majd később tárgyalandó kérdés lesz, itt alternatívaként megjelenik az államadósság növelése. Ez utóbbi ugyanis akkorra terheli a részleteket, amikor a beruházások eredményessége esetleg azt már elviselhetőbbé teszi, nagyobb jövedelemtermelő képességből nagyobb adóbevételeket tesz lehetővé az állam számára. Ez fedezhetné elviekben a törlesztő részleteket.

Itt nagyon jól tetten érhető, hogy miért nem olvad fel az államháztartás – államgazdaságtan – tudománya a közgazdaságtanban, mint olyanban. *Az állam, mint független létező, nem a pillanatnyilag élő közösség konglomerátuma.* A folytonosságot, a hosszú távú szemléletet képviseli. Volt, mielőtt mi voltunk, lesz miután mi nem leszünk. A volt világ képviselői köztünk az inaktív idősök, akiknek a jelenkorban a gazdasági „értékük” csupán annyi, hogy fogyasztót jelentenek a jövedelem-termelési célú gazdaság számára. A jövő világ képviselői a gyerekek, akik egyelőre, mint a humán erőforrás-fejlesztés tárgyai, költségbe kerülnek a felnőtt társadalom számára, de ők is fogyasztanak különféle termékeket és szolgáltatásokat, így a gazdaság számára ők is fontos fogyasztó réteg. Az állam egészének működőképessége azonban több, mint tagjai fogyasztási döntéseinek halmaza. Az a sajátos érték, amit az állam, mint egység jelent a maga hosszú távú szemléletmódjával, korunk társadalmából és gazdaságából némiképp kiveszni látszik. Hogy nálunk a „Kevesebb államot!” jelszó általánossá vált, az érthető, hiszen a szocialista gazdálkodás mindent államosított. Tapasztalható azonban egy individualizálódási, privatizálási tendencia világméretben is. Ez nagy hatással lesz az elkövetkező évtizedek magyar, de világgazdasági fejlődésére is.

Kautz számára azonban még nem volt kétséges, hogy az *alapvető hosszú távú érdekhordozó a közösség létét és fennmaradását szervező állam.*

A fenntartásához szükséges alapvető forrás, az adók ésszerű struktúrájának kialakítása valóságos művészet.

Az adók különböző nemei csoportosíthatók az adó tárgya, forrása, kimérési alapja, s a beszedés módja szerint.

Az adó tárgya szerint lehet természetben és pénzben fizetett, forrása szerint lehet: birtokadó és jövedelemadó, kimérési alapja szerint lehet:

- birtok és jövedelemarányos,
- kereset és forgalomarányos,
- személyadó vagy reáladó
- becslési, vagy fogyasztási adó,
- hozadéki és jövedelemadó.

Ezek nem külön-külön adófajták, hanem a különböző adónemek lehetséges rendező elvei.

A hozadék-adóknál például a hatóság visszamegy a gazdasági hozadék fő tárgyaira, például a birtokra, s mintegy mellékes a személy, aki a birtokos. A jövedelemadók viszont egybefoglalják a különböző forrásokból eredő hozadékokat, s mint a személy összes jövedelmét, egyben adóztatja azokat. Vannak adók, ahol a begyűjtendő összeg terítődik szét az adóalanyokra, míg a másik megoldás a „quotitási” adó, ahol egy százalékos mértéket állapítanak meg, ilyenkor természetesen nem számítható ki egész pontosan, hogy mennyi lesz a végül is rendelkezésre álló összeg.

Terhet vállalni senki nem szeret, ezért lehetőleg mindig másra igyekezzenek a polgárok hárítani a terheket. Az állam feladata, hogy ügyeljen az igazságosságra és méltányosságra a rendszer megkomponálásakor. Az adók mindig alkotmányosak kell legyenek, átláthatóak, jogi, törvényi alapon nyugvók. Ugyanakkor fontos, hogy kellő rugalmassággal kapcsolódjanak az állami szükségletekhez, úgy azonban, hogy a magánszféra gazdálkodását drasztikusan meg ne zavarják. A rendszer legalább annyira kell, hogy mutassa a stabilitás, mint a reformálhatóság jegyeit (Kautz 143. o.). Törekedni kell arra, hogy ne járjon az állampolgárok fölösleges zaklatásával, *egyszerűen legyen beszédhető*, mert ez egyben az állam kiadásait is takarékosabbá teszi. Kautz úgy látta, hogy a fogyasztási adók adhatják a legbősegebb forrást, de mivel konjunktúra-függőek, ingadozhatnak, s az átmeneti hiányok fedezésére nem alkalmasak. A célszerű rendszer a forgalmi–fogyasztási adók és a jövedelemadók kombinálása. (Ez világosan látszik a modern gazdaságok adórendszerében, így a magyar adórendszerben is.) Felhívja azonban arra a figyelmet, hogy a polgárok vagyoni helyzete nem mindig tükröződik jövedelmükben. Ezért vannak olyan vagyonadók is, amelyeket függetlenül a személy pillanatnyi jövedelmétől, fizetni kell. Ezt követeli meg a társadalmi igazságosság, hiszen nem lenne méltányos, hogy az állam fenntartási költségeit – mely a módosabbak vagyonbiztonságát is szolgálja – kizárólag a napi jövedelemmel rendelkező rétegek viseljék. Az már a mi napjaink problémája, hogy e szempont sokszor mégis háttérbe szorul. Sőt, időnként a köz felé tartják a markukat támogatásért olyan polgárok, akik komoly – paragon lévő – vagyoni értékek birtokosai. Bizony, tudomásul kell venni, hogy a magukra maradó személyek, akik sok szobás lakást laknak egyedül, nem hivatkozhatnak a támogatások igénylésékor magas rezsijükre, hiszen vagyonos vagy vagyoni értékű joggal bíró személyek.

Az adózási elvek közül megemlíti Kautz a kettős adóztatás elkerülésére irányuló erőfeszítéseket. Adót mindenkinek fizetnie kell, de a külföldön lakó honpolgárok adóztatását az ott szerzett jövedelmeik miatt nem javasolja, csak a hazai terepen megszerzett jövedelmekét. Ha külföldi nálunk új ipart, adózzon a hazai rend szerint, ha meg járadékosként él itt, a fogyasztási adókat fogja fizetni. A kérdés államközi egyezményekkel való rendezése itt még nem merült fel.

Bölcsen foglal állást a közhivatalnokok adófizetésével kapcsolatosan is. Igaz, hogy itt az állam az egyik zsebéből a másikba teszi át a pénzt, de a tisztánlátás csak így biztosítható. Így mindenképp a bruttó bérek hasonlítatnak össze, s kisebb lesz az indulati hatás, ami az államhivatalnokokkal szemben amúgy is felgyülemlik (Kautz 154. o.).

A szocialisztikus eszmék hívei már a 19. században is lándzsát törtek a létminimum adómentessége mellett. Kautz ezt nem igazán támogatja. Az akkori adómértékekre talán még igaz is volt, hogy valójában ezek is a létminimum szükséges kiadásai, s ebben az értelemben azt mindenkinek viselnie kell, hiszen világosan a közösség rend, jog és katonai biztonsága céljából kerülnek elköltésre, vagy alapvető infrastruktúrát finanszíroznak, ami

mindenki számára fontos. Annak a híve, hogy a széles néprétegek által fogyasztott javak fogyasztási adója töröltessék el, vagy legyen minimális, ez lényegesen megemelné a reáljövedelmek értékét. Felveti továbbá, hogy a szegények helyzetén javítana, ha az oktatás és egészségügy szolgáltatásainál bevezetnék az ingyenességet, s emellett célirányos szegényügyi rendtartást javasol (Kautz 157. o.).

A szociális igazságosság iránti érzékenysége abban is kifejezésre jut, hogy szerinte az adóterhek elosztásában nem az *élvezet-elv*, hanem az *adófizetésre való képesség* kell, hogy az irányadó legyen. Az élvezet-elv az igénybevett állami szolgáltatásokkal próbálná arányosítani az adóterheket. Ez olyan lenne, mintha az államot egy nagy biztosítótársaságnak tekintenénk, ahol különböző mértékű befizetések különböző juttatásokat biztosítanának. Helyesebbnek tartja, már csak azért is, mert kivitelezhetőbb, a képességekhez igazodó terhelést. Itt is kérdéses, hogy lineáris, vagy progresszív adókulcsokat alkalmazzanak. Szerzőnk fontosnak tartja, hogy a progresszivitás ne akadályozza a magántőke felhalmozását, ugyanakkor a szegényebbek léte és megélhetése ne forogjon kockán (Kautz 161. o.). Olyan esetekben, ahol az adó természetében az illetékekhez közelít – pl. a birtokátruházásoknál –, természetesen helyes az élvezeti elv alkalmazása is.

Hogy valóban azok fizetik-e az adókat, akiket az állambatalom terhelni szándékozott, az az adóátháríthatóságtól függ. Napjainkban már a korszerű adórendszer a forgalmi adóknál ezt többé kevésbé eléri (bár még itt is vannak kérdések, hogy egyes intézmények kénytelenek viselni, míg mások visszaigényelhetik az általuk fizetett forgalmi adót, s ez nem mindig az abszolút igazságosság alapján alakul). A jövedelemadóknál azonban beépül az árakba a várható – kalkulálható – adóteher. Ily módon, ha tetszik, mindig a fogyasztó fizet. Ezt a versenyt korlátozhatja, de aligha hihető, hogy az árak a bérekben lévő jövedelemadótól függetlenek legyenek. A verseny már inkább az adórendszerek versenye, vagyis az abszolút bérköltségeken felül a személyi jövedelemadó-mértékek és TB-járadékok terhével is kalkulál minden vállalat. Ez a nemzetközi versenyképességet – függetlenül a nettó bérek magasságától – befolyásolhatja.

Kautz nagy figyelmet szentel az adóigazgatási kérdéseknek is. Elemzi az átalányadóztatás hatásait, az adóbecslések problematikusságát, a föld- és telekadó-kataszterek létrehozásának problémáit. (Felidézí az ókori athéni törvényeket – Antidosis és Agrophane – ahol a polgárok követelhették a vagyon és adó kicserélését, ha úgy ítélték, hogy polgártársuk vagyonadója előnyösebbre becsültetett (Kautz 182. o.).)

Felidézte a fiziokrata gondolkodásmódra visszavezetett egyetlen adó: a földadó eszméjét, amit elvet, bár tudjuk, hogy napjainkig nem felejtődött el a georgizmus eszméje, amely a századfordulón komoly táborral bírt. Elvetette azt a szocialista eszmét is, hogy a földtulajdonost nem illeti meg semmiféle jövedelem, hiszen az általa élvezett járadék csak teher a többi osztályra, s csak a birtokon gazdálkodó vállalkozónak lehet nyeresége.

A házadónál hangsúlyozta, hogy a tényleges haszonértékből kell kiindulni, s nem légköbméter-adatokból, vagy az ajtók-ablakok számából(!). Emellett rögzítette, hogy a saját házban bennlakó tulajdonosnak is fizetnie kell, hiszen ő is vagyona haszonélvezője. Ami a tőkeadót vagy kamatjáradékadót illeti, bő teret adott az azt ellenző véleményeknek. A járadékadót a tőkeszek gyakorlatilag tovább hárítják, ami a tőkeszükséglettel bírók költségeit növeli – s ez éppen a fejlődő országok gazdaságát sújtja a legjobban.

Emellett általában „lankasztja” a megtakarítási kedvet, s lenyomja az államkötvények árfolyamát. Ráadásul nem lehet az adóztatás teljes körű, hiszen a polgárok közötti tőkeforgalom gyakorlatilag aligha kerül bevallásra (Kautz 213. o.).

Ami az iparadót illeti, talán a legfontosabb, a mának szóló üzenete a könyvnek, hogy nem lehet az adózásnál a vállalkozások méreteitől eltekinteni. „A kisebb terjedelmű vállalatok iránt való adóztatási eljárás nem mindenben lehet olyan, mint a nagyvállalatokra alkalmazott.” (Kautz 220. o.). A szövetkezetek, kisipari bankok, kölcsönös segélyező egyesületeknél egyenesen az adómentesség lehetőségét veti fel, mivel azok többnyire a tagok intern (belső) forgalmára szorítkoznak csupán. Ha osztalék nincs, mondjuk egy veszteséges évben, akkor a vállalkozás adójától is el kell tekinteni. Ez jelzi, hogy bizonyos értelemben jövedelemadó jelleget ölt az iparadó. Egyébként azonban nem csak az osztalék, a tőzsrstőke növelésére szolgáló rész is adóköteles.

Vita folyt az akkori időben az egységes jövedelemadó bevezetéséről, e sok különféle adónem helyébe. Kautznak nem volt túl nagy bizalma a bevállalásos alapon történő jövedelemadó-rendszerben, mondván, hogy erkölcsromboló, mert tömeges csalásra ösztönöz. Természetesen az idő tájt még nem volt olyan kiterjedt és nyomon követhető a pénzforgalom, mint napjainkban, s a hatóság „kutakodása” sem hozott biztos eredményeket. „Mihez járul még, hogy a *bivatalos puhatólás a polgárok egyéni szabadságának igen nagy mérvű megszorítását okozza* /.../ és így az államhatalmat még gyűlöletessé is teszi” (Kautz 233. o.).

Ami a *fogyasztási adókat* illeti, három fajtáját említi Kautz:

- az összfogyasztás pénzértékben kifejezett nagyságára kivetett adó,
- az egyes fogyasztási javak adóztatása, s
- a polgárok használati vagyonához, személyi élvezeteihez fűződő adók. Utóbbi valójában részleges birtokadónak, vagy fényűzési adónak is tekinthető.

Mint látszik, ez nem a mai értelemben vett fázis-forgalmi adó. Alapvetően a tömegfogyasztási cikkekre vetett ki, s így a szegényebb rétegek fizették a döntő részét. Itt is felmerült az egyetlen fogyasztási adó eszméje, de kivitelezhetetlensége miatt elvetették. A fogyasztási adónál – amellet, hogy célszerűség is mellette szól, hiszen az állam számára biztos és jelentős forrás – ideológiai érvként felhozható, hogy ez a szabad polgár adója, hiszen maga dönt, mikor, mennyit fogyaszt. Ezt kicsit álságosnak érezzük, annak fényében, hogy láttuk: a szegényebb sorsú polgárok aligha gondolkodhatnak a fogyasztás „ütemezésén”. Figyelemre méltó, hogy Kautz arra is utal: az adóellenőröket jól meg kell fizetni, hogy ne legyen korrupciónak tere (Kautz, 256. o.).

Részletesen kitér a szerző az egyéb adónemekre is, köztük a *vámokra*, de ezen munkájában nem iparvédelmi szempontból, hanem mint a költségvetés bevételi forrásaira tekint azokra.

Nehezen tudja Kautz következetesen végig vinni azt az elvet az adózáson, hogy arra szigorúan csak mint pénzügyi instrumentumra tekint, s nem foglalkozik annak közgazdasági következményével. Bármelyik adónemről is van szó, mindig ott van gondolkodása hátterében, hogy miként is hat az a társadalomra, a gazdaságra. Az adónemek melletti és elleni érvek elemzésekor sose szűkül le szemlélete, mindig úgy foglal állást, hogy a korábbiakban már idézett alapelvének – a polgárok gyarapodása, a vállalkozások elősegítése – sose mondjon ellent.

Így áll a *községi adóügyekhez* is (Kautz 291. o.).

Ma úgy mondanánk, hogy ezen államháztartási alrendszer is abból kiindulva taglalja, hogy milyen jellegű kiadásokat milyen forrásból helyes fedezni. Az államfeladatot képező teendőket a központi dotációból kell megvalósítani, míg a helyi szükségletekhez rendelkezzenek az önkormányzati „testek” adóztatási joggal. Ez utóbbi korlátlan nem lehet, nehogy a helyi polgárok túladóztatására kerüljön sor.

4. Az államadósságról

Talán napjainkban legégetőbb kérdés az állam eladósodottsága. Most, 1990-ben igencsak kicsi játéktér van a kormányzatnak, hiszen hatalmas terhet örököltünk az elmúlt rendszertől.

Sokan mondják is, hogy minek vállaljuk, nem mi csináltuk. Sajnos, ezúttal az állami lét viszonylagos önállósága tükröződik abban, hogy a külső hitelezők nincsenek tekintettel a változó államformákra. Különösen nincsenek a tőkepiacok – a kibocsátott cári értékpapírokat is – mint nem fizetőket – nyilván tartják, bár igazán nagyot változott ott a világ. A felvett kölcsönök szolgálata viszont rendkívül súlyos teher a költségvetésre, s ezen keresztül minden magyar polgárra.

Mit mond erről a kérdésről a maga korában Kautz? Mindenek előtt leszögezi, hogy az állam eladósodásának van önkéntes és kényszerű finanszírozási módozata. Utóbbihoz tartozik az adók előzetes beszédése, banki nemesfém-készletek lefoglalása, és még valami, amin nagyon is érdemes elgondolkodni: az *állampapírpénz-kibocsátás* (Kautz 305. o.).

Utóbbi is adósság, közgazdasági természetét tekintve, amelyet bizony meg kell fizetni. A kibocsátott állampapír-pénzek „kamattalan kölcsönszerzési forrást” jelentenek az államnak, amelyet azáltal „fizet vissza”, hogy elfogadja „igazi pénz” helyett adó formájában. No, persze, tegyük mi hozzá, ha nem lesz számára ez az adó nélkülözhetetlen a kiadásai fedezéséhez, mert ez esetben elkerülhetetlenül többletadókat kényszerít ki. Azaz, mai szóhasználattal, általános árszintemelkedést, vagyis inflációt fog okozni. Ezt így Kautz itt nem mondja ki, de többszörösen is megismétli, hogy „az államhitel ezen (a szó valódi értelmében vett) kétélű fegyverhez hasonlító eszköze veszélytelenül aligha volna alkalmazható” (Kautz 333. o.).

A kényszerkölcsönök minden formáját fenntartással kezeli a szerző. Említi az ún. „hazaifüi kölcsönöket” is, mint a kényszerkölcsönök egy fajtáját. Ezt mi a békekölcsönjegyzésből is ismerjük, de nem kevésbé drámai a távolabbi múltból arra gondolni, hogy a Kautz után létrejött társadalombiztosító intézetek összegyűjtött megtakarításai hogyan foszlottak semmivé a világháborús hadikölcsönökben, így is, ekkor is döntően a kisemberek megtakarításait, de az egész magyar társadalom életerejét jelentő forrásokat tékozva el az értelmetlen, tragikus háborúk céljaira.

Ami az önkéntes államadósság-finanszírozást illeti, már valamivel engedékenyebb szerzőnk. Itt is felhívja a figyelmet, hogy valójában jövedelem-újraelosztásra kerül sor, hiszen azok jegyzik le, akik egyébként is módosak, az állam papírjait, s így még módosabbá válnak, a többiek által (is) fizetett adók terhére. Hiszen a visszafizetésnek csak látszata lenne, ha az adósságot újabb adósságból fizetnék vissza. Sajnos, ezt is jól megtapasztaltuk a közelmúlt két évtizedében. Úgy híztak fel az egyszer felvett külföldi adósságaink, mint a Balaton jege télen, a rianások idején. Szinte a semmiért kellett hatalmas adósságterheket szolgálunk, s ezt pénzszaporítással sem tudnánk kifizetni, hiszen külföldi devizában áll fenn. Azt nem fizetni igen veszélyesnek tartotta Kautz, mivel az ország reputációját végletesen tönkretenné, s az államcsőd veszélyét idézné fel. Az államadósságok fizetésének felfüggesztését, „a hitelezőkön elkövetett egyenes és kiáltó jogsérelemnek” nevezi, s úgy véli, hogy az a nemzet anyagi fejlődését évtizedekre visszaveti. Belföldön a jogkövetést ássa alá – hiszen az állam se tartja a szavát –, külfölddel meg súlyos viszályok okozója lehet (Kautz 368. o.). Ha a visszafizetés elkerülhetetlen, dominál-jószágok (tehát: állami tulajdonok) értékesítése (Kautz 356. o.) jöhet szóba, bár az mint már korábban is utalt rá Kautz, végleg megfosztja az álla-

mot végső tartalékaitól. A pénztörkések a visszafizetést nem sürgetik általában, megelégszenek a kamatok rendszeres szolgáltatásával, hiszen ebből a célból tartják vagyonukat e formában. Jó adósságmenedzselés mellett tehát az adósságok visszafizetése nem égető, bár nyilván korlátokat szab az állam egyéb aktivitásának. Minden esetre, ha az állam olyan törlesztési tervet állít maga elé, amely bizonyos törlesztési rend betartására kötelezi, „esetileg többet árt, mint használ” (Kautz, 355. o.).

Mint arra az államgazdaságtan bevezetésében is utalt a szerző, s mi is hivatkoztunk rá, az eladósodás bocsánatos bűn – sőt akár eredmény is lehet –, ha befektetésre fordítódik. Az állam ugyanis beruházási tevékenységével növelheti a nemzet jövedelmét, s ez az adóbevételeket. Így *adóemelés nélkül* is megvalósíthatók lesznek értelmes döntések, amelyek végül is a nemzet javát az egész társadalommal szolgálják.

Kitér szerzőnk arra is, hogy milyen lényeges különbség, ha belső, vagy külső kézben van az állam kötelezettségvállalása, s arra is, hogy a külső finanszírozás igénybe vételekor adott esetben „tanácsos lesz” idegen valutanemet alapul elfogadni”, ha vonzani akarjuk a hitelezőket. Utal arra is, hogy a hitel bizony függővé teszi az országot a külső gazdasági tényezőktől, bár érdekes módon olyan fejtegetésekbe is bocsátkozik, hogy külföldi tőke bevonása egy elmaradott országban célszerű és kívánatos még államadósság-finanszírozási célokra is. Ha ugyanis otthon vonja el a hazai tőkét a vállalkozók elől, hamarabb felmegy a kamatszint. A nemzetközi konzorciumok szélesebb aukciós versenye esetleg olcsóbb hitelezést eredményezhet. Persze mindez csak akkor igaz, ha a felvett hitelt az állam a gazdasági felzárkózásra fordítja, amely megteremti későbbi visszafizetésének feltételeit. Kautz még nem gondol arra, hogy ez mennyiben jelent exportkényszer, hiszen a hagyományos pénzrendszerben gondolkodik. Mi már tudjuk, hogy a kérdés korántsem ilyen egyszerű, mert nem mindegy, hogy milyen valutanemben jelenik majd meg az a bizonyos jövedelemtöbblet.

Könyve befejezésében szerzőnk megismétli, „Az államgazdaság sikerességének egyik lényeges feltételét a pénzügyek célirányos szervezete, intézése és kezelése, vagyis a helyes pénzügyi igazgatás képezi” (Kautz 368. o.). A pénzügyminisztérium, s az élén álló pénzügyminiszter „az összes államgazdálkodás személyi központja és képviselője.”

Ma is elmondhatjuk, hogy igen fontos, hogy a pénzügyminisztérium a folyamatok fő koordinátora legyen, s benne ne a nemzetgazdaságtól idegen, hanem éppen érte munkálkodó intézményt lássanak – és láthassanak – a polgárok és a többi intézmények is.

Nemzetünk felemelkedése mai nehézségeiből csak akkor várható, ha a pénzügyek a nemzetgazdaság megbecsült, kiemelt fontosságúnak kezelt részét képezik majd az államügyeknek.

Köszönöm figyelmüket!

De kár, hogy 1990-ben mindez nem így történt...

Felhasznált irodalom

Kautz Gy. 2004: *Államgazdaság – vagy pénzügytan*, Aula Kiadó, Budapest

Hollandia és az újonnan csatlakozott országok

Fellegi Miklós*

A tanulmány célja egy Magyarországnál területileg kisebb, ám gazdaságilag sokkal fejlettebb ország, Hollandia bemutatása egyrészt az Európai Unió, másrészt az újonnan csatlakozott tíz ország szemszögéből. A bemutatásban elsősorban a gazdaságot jellemző olyan tényezőkből válogattam, amely jól tükrözi Hollandia fejlettségének „titkát”.

Magyarország az elkövetkező évtizedekben olyan fejlődési lehetőség előtt áll, amely fejlődési potenciál nem optimális kihasználása tartósíthatja az Európai Uniótól való lemaradásunkat, egy jelenleginél ugyan magasabb, de hosszú távon nem kívánatos szinten. Ennek tükrében úgy gondolom, hogy minden olyan tapasztalat hasznos lehet Magyarország, a magyar gazdaság számára, amelyet a nálunk fejlettebb országok ez idáig felhalmoztak. Közülük elsősorban a méretében, vagy adottságaiban hozzánk hasonló országok gazdaságpolitikájának, döntési mechanizmusainak, preferenciáinak megismerése szolgálhat a legtöbb hasznosítható információval. A tapasztalatok megfontolását elkezdhetjük a Hollandiában már régóta elfogadott alapelv átvételével, amely szerint a jó kormányzati politika előfeltétele a jó minőségű információ.

Kulcsszavak: népesség öregedés, versenyképesség, foglalkoztatás, jólét, összehasonlítható információk

1. Bevezetés

A Balkenende kormány hatalomra jutásakor, a holland gazdaság állapota a korábbi évekhez viszonyítva nem volt túl biztató (Blondal 2002). Míg 2000-ben a kormányzat a GDP 1,5 százalékának megfelelő költségvetési többletről számolhatott be, addig az új kormánynak szembe kell néznie azzal, hogy a 2004-es költségvetési hiány meghaladhatja a GDP 3 százalékát. További problémát jelent az elöregedő népesség. Az előrejelzések szerint 2040-re a 65 év feletti holland lakosok száma megduplázódik. Egy öregedő populációnak hosszú távú pénzügyi kihatásai vannak, amelyek növekvő nyugdíj terhek és egészségügyi kiadások formájában jelentkeznek. A rendelkezésre álló pénznek fedeznie kell ezeket a járulékos költségeket is.

A kormány egyik fő célja, hogy megvalósítson egy nagymértékű költségvetési deficit csökkentést annak érdekében, hogy Hollandia a jövőben vissza tudja fizetni meglévő államadósságát és az így felszabaduló pénzt az öregedési probléma megoldására fordíthassa. Az államadósság csökkentése az Európai Unióval szemben vállalt szerződéses kötelezettsége miatt is szükséges. A kormány által kitűzött cél, hogy a strukturális deficit 2007-re ne haladja meg a GDP 0,5%-át.

* Fellegi Miklós, egyetemi adjunktus, Miskolci Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyi Tanszék (Miskolc)

A fenti célok megvalósításához szükség van egy átfogó gazdasági csomag bevezetésére. Ennek legfontosabb intézkedése egy 13 milliárd eurós költségcsökkentés. A megtakarítást az államháztartás fejlesztésére kívánják fordítani és ezzel minél előbb elkezdni a gazdasági és pénzügyi problémák megoldását. Ugyanakkor további forrásokat kell biztosítani olyan területekre, mint az egészségügy, az oktatás, a biztonságpolitika és az infrastruktúra fejlesztése (CPB 2004).

Hollandia – mint az egyik legfejlettebb Európai Unió ország – sem mentes a gazdasági nehézségektől. Magyarországra súlyos és a hollandiaihoz részben hasonló jellegű gazdasági és társadalmi problémák megoldása vár az elkövetkező évtizedekben. Ennek tükrében egy előttünk járó ország problémáinak és azok megoldására kidolgozott intézkedéseinek, vagy legalább annak a szemléletnek a megismerése, amellyel az egyes problémákhoz közelítenek, nem lehet haszontalan Magyarország számára.

2. Néesség

A népesség szerinti rangsorban Hollandia a hetedik helyen áll az Európai Unió 25 tagállama közül. Az első Németország 82,5 millió lakossal, majd sorrendben Nagy Britannia, Olaszország, Franciaország, Spanyolország és Lengyelország következik.

Az újonnan csatlakozott országokban Ciprus és Málta kivételével csökken a népesség. Ezen országokban a halálozási arány magasabb a születési rátánál. A korábbi tagországok lakossága viszont a népesség természetes szaporulatának és a bevándorlásnak köszönhetően folyamatos növekszik.

Hollandia a második legsűrűbben lakott ország Málta után. A népsűrűség 479 fő per négyzetkilométer. A sort a Balti államok zárják

2.1. Előregedés

Az Európai Unió lakosainak 16 százaléka jelenleg 65 év feletti. Demográfiai előrejelzések szerint Olaszországban 2025-re a lakosok több mint 25 százaléka lesz 65 év feletti. Hollandiában ez a mutató pillanatnyilag lényegesen kedvezőbb. 2002-ben a lakosság 13,7 százaléka volt idősebb 65 évnél.

Sokkal kifejezőbben jelentkezik az öregedési tendencia, ha egy másik mutatót használunk, nevezetesen a 15 és 64 év közöttiek számához viszonyítjuk a 65 év felettiek számát. Az EU-ban minden 100 főre – a fenti intervallumba eső lakosra – 24 fő 65 év feletti jut, míg Hollandiában ez a szám csak 20 fő. Hollandia tehát viszonylag kedvező helyzetben van a mutató tekintetében. Ennek ellenére a kormányzat komoly erőfeszítéseket tesz a probléma kezelésére¹. Az átlagéletkor várható növekedésével ugyanis a 65 év felettiek aránya a következő évtizedekben, az Európai Unió minden országában növekedni fog (OECD 2003). Az előrejelzések azt is mutatják, hogy az újonnan csatlakozó országokban lesz a legnagyobb arányú öregedés az elkövetkező húsz évben.

¹ Lásd a bevezetőben megemlített intézkedéseket.

2.2. Várható átlagos élettartam

Hollandiában a nők várható átlagos élettartama 80,6 év. Ez a szám 1990 óta alig változott, amikor is Hollandia ezzel még az elsők között volt Európában. Mára az EU tíz országában is magasabb a nők várható élettartama ennél. Ezt a visszaesést a szakemberek, a nők dohányzásának tulajdonítják.

A holland férfiak átlagosan öt évvel élnek rövidebb ideig a nőknél. Ez a különbség 2025-re várhatóan csökkenni fog, annak az elmúlt évtizedben megfigyelt tendenciának köszönhetően, amely szerint a fejlett országokban a férfiak átlagéletkora gyorsabb növekedést mutat, mint a nőké.

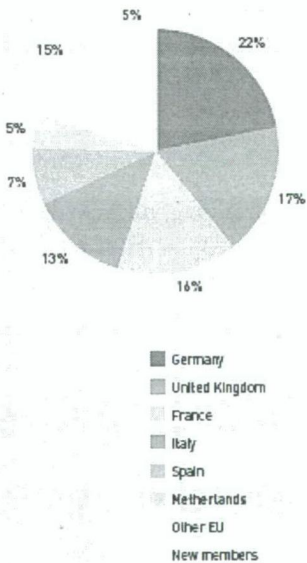
Az új csatlakozók esetén lényeges különbségeket találunk a fenti számokban. Elsősorban a férfiak átlagéletkora rendkívül alacsony és ennek következtében a nők és férfiak közötti várható élettartam különbség gyakran tíz évnél is magasabb (Ewijk 2000).

3. Gazdaság

Hollandia az Európai Unió hatodik legnagyobb gazdasága és közel öt százalékkal járul hozzá az EU GDP-jéhez. Németország, Nagy Britannia és Franciaország adja az Unió GDP-jének több mint a felét.

1. ábra. Az EU 25 GDP-jéhez való hozzájárulás – Gazdasági növekedés

CONTRIBUTION TO GDP OF EU(25), 2002
Total EU(25): 9,687 bln euro



ECONOMIC GROWTH [%]

	1990-2002 Average per year	2003 Jan.-Jun.
Austria	2.2	0.6
Belgium	1.9	1.3
Cyprus	4.0	1.6
Czech Republic	0.5	2.3
Denmark	2.2	0.2
Estonia	4.4 *	4.3
Finland	1.8	1.4
France	1.8	0.2
Germany	1.4 *	-0.2
Greece	2.6	.
Hungary	2.6 *	2.9
Ireland	7.1	1.4
Italy	1.5	0.5
Latvia	-2.6	7.5
Lithuania	-1.5	8.0
Luxembourg	4.8	.
Mallia	4.0 *	-0.6
Netherlands	2.5	-0.7
Poland	3.1	3.0
Portugal	2.5	.
Slovakia	4.4 *	4.0
Slovenia	2.0	2.2
Spain	2.6	2.3
Sweden	1.9	1.2
United Kingdom	2.3	2.4
European Union (25)	2.5 *	1.8 *

* 1993-2002 * 1991-2002 * 1992-2002 * Excl. Greece, Luxembourg and Portugal

A holland egy főre eső GDP az egyik legmagasabb az Unión belül. Csak Luxemburg, Dánia és Írország előzi meg. Ezt a helyét annak ellenére őrzi, hogy 2000-től a gazdasági növekedés üteme alacsonyabb volt, mint az EU átlag, sőt 2003 első félévében negatív értéket mutatott (OECD 2004).

Más megközelítésben Hollandia GDP-je közel azonos a 2004-ben csatlakozott tíz ország együttes GDP-jével.

A jólét² az újonnan csatlakozott országokban átlagosan az 50 százaléka az EU 15 tagállamának. Az EU tagság várhatóan felgyorsítja a gazdasági növekedést az elkövetkező években.

3.1. Termékstruktúra

A szolgáltatások fontosságának egyik mérési módja, hogy meghatározzuk a pénzügyi és üzleti szolgáltatások részarányát a nemzetgazdaságon belül. A pénzügyi és üzleti szolgáltatások magukban foglalják a bankokat, biztosító társaságokat és a munkaközvetítő irodákat. Ebben a rangsorban Hollandia 26,5%-os aránnyal a hetedik helyet foglalja el az Európai Unión belül. Fejlett bankrendszerének köszönhetően a sort Luxemburg vezeti. Nyugat Európában a pénzügyi és üzleti szolgáltatás lett a gazdaság legnagyobb szektora, amely elsősorban a gyáripár részesedését szorította vissza. A mezőgazdaság részesedése szintén romlott, jelenleg 2,1 százalékát teszi ki a teljes nemzetgazdaságnak az EU 25 tagállamán belül. Hollandiában ez az érték kissé magasabb, 2,5 százalék. Az ország az élelmiszerek és mezőgazdasági termékek nettó exportőre.

Az új tagországokban jellemzően a mezőgazdaság szintén a legkisebb szektornak számít, de valamivel magasabb a részesedése, mint az EU korábbi 15 tagállamában. A gyáripár viszont jellemzően még a legnagyobb szektornak számít, bár az elmúlt tíz évben látványosan fejlődött az új tagok esetén is a pénzügyi és üzleti szolgáltató szektor részaránya (OECD 2004).

3.2. Versenyképesség

Rendkívül bonyolult feladat a nemzeti versenyképességet egy számmal, vagy egy diagrammal kifejezni. A versenyképességet számos mutató határozza meg, mint például az export összetétele, a lakosság iskolázottsági szintje, az intézményi és pénzügyi infrastruktúra és a munkaadó költsége. Ez utóbbi mutató a legelterjedtebb jellemzője a versenyképességnek.

Hollandiában a kilencvenes évek második felében a munkaköltség növekedési üteme alatta maradt az EU átlagának. 2001-ben és 2002-ben a helyzet tovább romlott. A relatív nagy munkabér növekedés és a kismértékű termelékenység növekedés azt eredményezte, hogy a holland munkaköltség növekedési rátája az EU országok mindegyikénél nagyobb arányban növekedett³.

A magasabb költségek gyakran készítetik arra a termelőket, hogy áthelyezzék a termelésüket egy olyan régióba, ahol alacsonyabbak a munkabérek, mint például a korábbi keleti blokk országai. Az EU tagság megkönnyíti az ilyen áthelyezéseket.

² Számszerűen úgy definiálható, mint az egy főre eső GDP értéke korrigálva az országok közötti árkülönbséggel.

³ Ez a különbség, a legtöbb euró-övezeten kívüli országhoz képest még nagyobb volt, az euró értéknövekedése miatt.

Csehország, Lengyelország és Magyarország versenyképességi pozíciója jelentősen romlott a kilencvenes évek második felében. 2002-ben a munkaköltség növekedési üteme Csehországban és Magyarországon is meghaladta az EU átlagot. Ennek ellenére a munkaegységköltsége relatíve még mindig alacsony az új tagországokban.

3.3. Árak

A holland infláció 2003-ban kissé magasabb volt, mint az EU átlag, az alkoholos italok és az energia árak erőteljesebb emelkedésének köszönhetően. A 2003-at megelőző években viszont a holland infláció lényegesen magasabb volt az EU átlagánál. 2001-ben 5,1 százalékkal vezette az európai listát. Ebben az évben az adómértékekben is⁴ növekedés volt tapasztalható.

Az 1996-tól 2002-ig tartó periódusban, a tíz új tagországban az infláció mértéke jóval az EU átlag felett volt. 2003-ban azonban sok ország inflációs rátája az EU átlag alá került. Magyarország, Lengyelország és Szlovénia kivétel ez alól, ahol az infláció meghaladta Írország inflációját, amely a legmagasabb volt az EU 15 tagállama között.

Hollandiában nemcsak az árnövekedés üteme volt gyorsabb, mint az EU átlag, hanem az árak önmagukban is a magasabbak közé tartoznak. Az EU 15 tagállamában általánosan elmondható, hogy az északi országok a legdrágábbak, míg Portugália, Görögország és Spanyolország a legolcsóbb.

Ciprus kivételével az összes új tagállam árai olcsóbbak az EU átlagánál.

3.4. Beruházások

A magántőke és a közszektor beruházásai a holland GDP 20 százalékát teszik ki. Ez megfelel az EU 15 átlagának. A beruházásokra fordított pénz általában erősebben hat a GDP változására, mint a más területeken elköltött pénz. 2003 első felében a beruházásra fordított összeg kissé csökkent. A csökkenés 2002-ben és 2003-ban is nagyobb volt Hollandiában az EU átlagánál.

Az elmúlt évtized 3 százalékos növekedését követően 2002-ben a holland tőkebefektetések 4,5 százalékkal csökkentek. A befektetések megtorpanása a számítógép iparban volt a legerőteljesebb. Írországban figyelhető meg ezen a területen a legnagyobb megtorpanás, a korábbi évek rendkívül gyors informatikai fejlesztéseit követően.

A korábbi keleti blokk országokban átlagosan a GDP negyedét költik beruházásokra, de Csehországban ez a szám eléri a GDP egyharmadát. A beruházások jelentős része a korszerűbb termékek gyártására való átállásra irányul. Az új tagok esetén, eltérően a régebbi tagországoktól, a beruházások 2003-ban is növekedtek. A növekedés a Balti államokban volt a legnagyobb (OECD 2004).

3.5. Fogyasztás

A holland háztartások fogyasztása meghaladja a GDP 50%-át. Ez az érték az EU átlaga alatt található. A háztartások fogyasztásának mértéke relatíve a legnagyobb Ciprusban, Görögországban, Lengyelországban és az Egyesült Királyságban, ahol a GDP kétharmadát is meghaladja. A háztartások fogyasztásának növekedése a GDP növekedéshez hasonló képet mutat.

⁴ Többek között az általános forgalmi adó esetén.

A kilencvenes évek második felében mind a fogyasztás, mind a GDP növekedés gyorsabb volt Hollandiában, mint az EU egészében. 2001-től kezdődően azonban a fogyasztás növekedése szignifikánsan alacsonyabb lett és leesett az EU átlaga alá. 2003-ban a fogyasztás növekedése hasonlóan a GDP-hez már negatív értéket mutatott.

A háztartások mellet a kormányzat a másik nagy fogyasztó. Jellemző kormányzati fogyasztási területek az oktatás, az egészségügy, a védelmi és igazságszolgáltatási, valamint a közigazgatási kiadások. Hollandiában a kormányzati fogyasztás kiteszi a GDP egynegyedét, amely az országnak a harmadik helyet jelenti az Unión belül. Csak Svédország és Dánia kormányzata nagyobb fogyasztó.

3.6. Tudásalapú gazdaság

Versenyképességük megerősítésének érdekében, az Európai Unió kormányai javaslatot tettek, hogy 2010-ig növeljék a kutatásra és fejlesztésre (K+F) szánt pénzösszeget legalább a GDP 3 százalékára. Hollandiában 2001-ben a K+F-re fordított keret még jóval 3 százalék alatt volt. A javaslat hatására az új technológiák, mint például az információtechnológia (IT) alkalmazása fellendült Hollandiában. A holland cégek ebben a tekintetben vezetőnek mondhatók.

A felsőfokú végzettséggel rendelkezők száma Hollandiában relatíve alacsony. A versenyképesebb, tudásalapú társadalom fejlesztése érdekében az EU eltökélt szándéka, hogy a matematikusi, a természettudományos és a műszaki végzettségű hallgatók számát drasztikusan megnöveljék. Az említett tudományterületeken végzettek száma 1995 óta alig emelkedett Hollandiában, ellentétben Ausztriával, Portugáliával és Olaszországgal, ahol ez a mutató az emelkedés ellenére is még mindig alacsonynak mondható.

Az új tagországok esetén a K+F ráfordítás szintén alacsony. A természettudományos diplomával rendelkezők száma relatíve alacsony Máltán, Magyarországon és Cipruson. Litvániaiban azonban ez az arány relatíve magas (EC 2004).

3.7. Nemzetközi kereskedelem

Hollandia hagyományosan mindig nyitott gazdasággal rendelkezett. A nyitottság mérésére szolgáló egyik mutatószám a kereskedelmi integráció, vagyis az export és import átlaga a GDP százalékában. A fenti mutatószám alapján Hollandia az EU kilencedik legnyitottabb gazdasága. Export tekintetében az ötödik helyet foglalja el. Sok import termék érkezik Hollandiába Európa mellett az Egyesült Államokból és Ázsiából is. Hollandia 2002-ben 76 milliárd euróval nagyobb értékben exportált az Unió országokba, mint amennyit importált onnan. Az Unión kívüli kereskedelemben azonban 51 milliárd eurós deficitje volt ugyanazon évben.

Az új tagállamok az export értékét illetően az EU ranglétra legalsó lépcsőfokán helyezkednek el. A tíz új tagállam exportja az EU 15-höz viszonyítva nagyobbbrészt iparcikkekből és kisebb mértékben vegyipari termékekből áll. 1990-től kezdődően a kereskedelem liberalizációja lehetővé tette a korábbi keleti blokk országaiban, hogy az EU-val folytatott kereskedelemben intenzív fejlődés következzen be.

4. Termelékenység

Az európai népesség előregedésének folyamata egyre inkább előtérbe helyezi a munkaerő kínálat kérdését. Ha megáll a munkaerő kínálat növekedése, akkor a gazdasági növekedés nagyobb mértékben fog függni a termelékenységtől. Nemzetközi összehasonlításokban gyakran használják a termelékenység kifejezésére a GDP/munkaóra hányadost. Hollandiában ez az érték még mindig viszonylag magas, más európai országokhoz viszonyítva, bár az utóbbi években a termelékenység növekedése rendkívül lassú volt. A korábbi évek viszonylag gyors gazdasági fejlődését a magas foglalkoztatottsági ráta és nem a termelékenység növekedése okozta. 1995 és 2002 között a termelékenység átlagosan 0,5 százalékkal emelkedett évente Hollandiában. Csak Spanyolországban mértek ennél alacsonyabb növekedési ütemet az említett időszakban.

A termelékenység tartósan alacsony emelkedése rontotta Hollandia pozícióját az Unión belül. Ezt a mutatót figyelembe véve Belgium is megelőzi Hollandiát. Lengyelország, Szlovákia és Írország a legnagyobb termelékenység növekedést felmutató ország. De a termelékenység mértéke, a nagyobb növekedési ütem mellett is, még mindig az EU átlag alatt van az újonnan csatlakozott országokban.

4.1. Munkanélküliség

2003 első felében Luxemburg után Hollandiában volt a legalacsonyabb munkanélküliségi ráta az EU-n belül 3,6 százalékkal. A holland munkanélküliségi ráta 2003-ban 0,9 százalékkal volt magasabb 2002 átlagánál. Ez a növekedés nagyobb volt az európai átlagos növekedésnél (EC 2004).

Az új tagállamok átlagos munkanélküliségi rátája nagyobb volt az EU 15 átlagánál. Közülük is Lengyelország emelkedett ki a legjobban a 2003-ban mért 20 százalékos értékkel.

A 15–24 éves korosztályban mért munkanélküliségi ráta Hollandiában volt a legalacsonyabb 2003-ban 6,8 százalékkal. Az Unió átlaga közel háromszorosa ennek az értéknek. Lengyelország itt is magasan kiemelkedik, ugyanis a lengyel fiatalok 42 százaléka munkanélküli az említett korosztályból.

A legtöbb országban a nők között több a munkanélküli, mint a férfiaknál. Hollandiában, 2003-ban a női munkanélküliség 3,7 százalékos, míg a férfiaké 3,5 százalékos volt. Különösen a dél-európai országokra jellemző, hogy a nők között lényegesen több a munkanélküli, mint a férfi populációban. Az új tagországok jellemzője a viszonylag alacsony női és férfi munkanélküliség közti különbség.

4.2. Munkavállalók

2002-ben a 15–64 éves populáció közel háromnegyedének volt fizetett munkája Hollandiában. Ez az arány csak Dániában volt magasabb. Lengyelországban viszont a 15–64 éves korosztály alig több mint a fele állt alkalmazásban. Az EU-ban közel 63 százalékos a munkával rendelkezők aránya a vizsgált populációban.

Akárcsak a többi EU országban, Hollandiában is alacsonyabb a női munkavállalók száma, mint a férfiaké. Ez a különbség az EU átlagában 16 százalékot tesz ki. Az átlagnál kisebb az eltérés Skandináviában és a Balti országokban, míg jóval nagyobb Görögországban, Olaszországban és Spanyolországban.

Ha megvizsgáljuk az 50–64 éves korosztályt, akkor azt találjuk, hogy az EU 15 átlagában alig több mint az 50 százalékuk dolgozott 2002-ben. Hollandia esetén ez a mutató 56 százalékos. Svédország kiemelkedik a mezőnyből, hiszen az említett korosztály közel

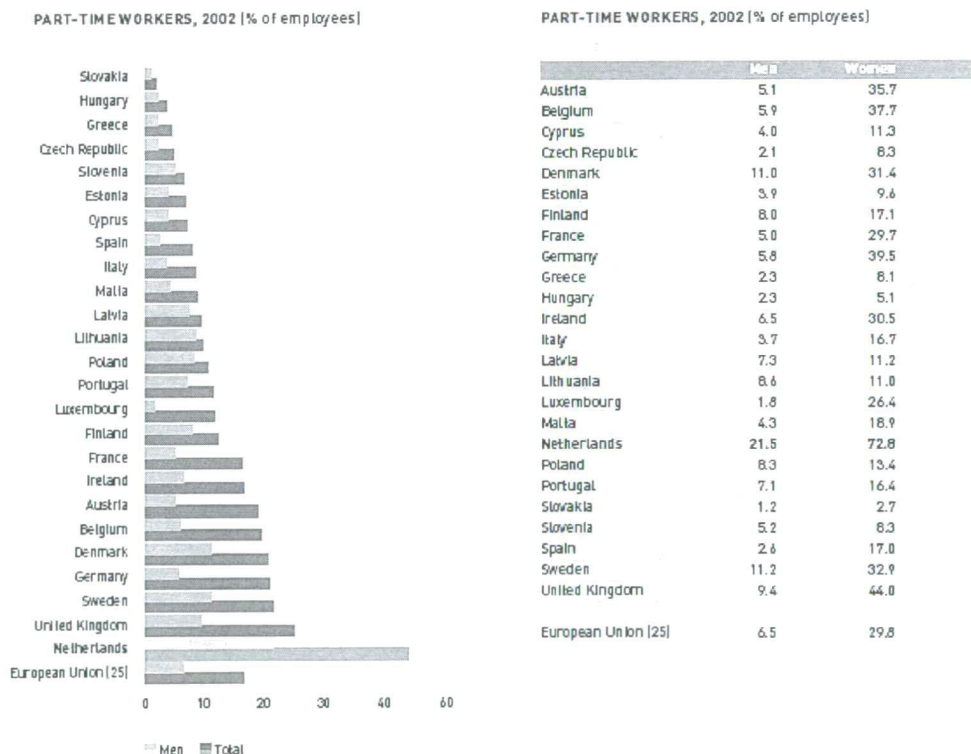
háromnegyede még dolgozik, ellentétben Olaszországgal és Belgiummal, ahol ez az arány mindössze 41 százalékos.

2001-ben a holland munkavállalók átlagosan 61 éves korukban vonultak nyugdíjba. Ez kissé fölötte van az EU 15 átlagának, itt ugyanis 60 év az átlagos nyugdíjba vonulás kora. Az írek átlagosan 63 éves korukig dolgoznak, szemben Luxemburggal, ahol átlagosan 57 éves koruk előtt vonulnak nyugdíjba a munkavállalók. Az összes országra jellemző, hogy a nők hamarabb befejezik a munkát, mint a férfiak.

4.3. Részidős munka

A hollandok a részmunkaidős⁵ foglalkoztatásban vezető pozíciót foglalnak el. 2002-ben tíz munkavállalóból több mint négy dolgozott részmunkaidőben. Az Európai Unió többi országa messze Hollandia mögött áll ebben a vonatkozásban. Az Egyesült Királyság követi Hollandiát, ahol a munkavállalók egynegyede részmunkaidős foglalkoztatású. A tíz új tagról elmondható, hogy sokkal kevésbé élnek a részmunkaidős foglalkozás lehetőségével, mint az EU 15-ben. Szlovákiában például a munkavállalók mindössze 2 százaléka dolgozik részmunkaidőben. Az EU-ban átlagosan a munkavállalók 17 százaléka dolgozik részmunkaidőben.

2. ábra. Részmunkaidős foglalkoztatás



Forrás: Central Bureau voor de Statistiek (CBS), februári 2004

⁵ Európában elmondható, hogy a részmunkaidő átlagosan heti 20 órát, míg a teljes munkaidő 40 órát jelent.

Az EU összes országára jellemző, hogy a nők nagyobb arányban dolgoznak részmunkaidőben. Nők esetén 30 százalék, míg férfiaknál csak 6,5 százalék a részmunkaidőben foglalkoztatottak aránya. Hollandiában minden ötödik férfi is részmunkaidőben dolgozik. Ez az arány rendkívül magas, összehasonlítva a többi európai országgal. Luxemburgban például a férfiaknak csak 2 százaléka, míg a nők egynegyede dolgozik részmunkaidőben. Magyarország esetén a részmunkaidős foglalkoztatás átlagosan 3,7 százalékos. Ezzel az aránnyal Szlovákia mögött a második legalacsonyabb értékkel rendelkezünk az Európai Unióban.

5. Államháztartás

A Növekedési és Stabilitási Egyezményben a Gazdasági és Monetáris Unió (EMU) országai megállapodtak, hogy a költségvetési hiányuk a GDP 3 százaléka alatt marad. A nemzeti deficit a kilencvenes évek második felében az összes Európai Unió tagállamban csökkent, majd 2000-ben az Unió egészében nettó kormányzati többlet keletkezett. A XXI. század kezdetén azonban az összes Unió országának újra szembe kellett néznie a hiánnyal. 2003-ban a holland költségvetési deficit az Európai Bizottság számítása szerint 2,6 százalék volt. A német és a francia költségvetési hiány 2002-ben meghaladta a 3 százalékot és továbbra is növekedést mutat.

A új tagok legtöbbje is komoly költségvetési hiánnyal rendelkezik. Ez alól a Balti államok jelentik a kivételt, sőt Észtország 2002-ben költségvetési szufficittel zárta az évet. Magyarországon ez a mutató 2004-ben átlépte a 60 százalékot.

Az EMU kritériumok szerint a kormányzati adósság nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy jelentős csökkenést kell mutatnia. Belgiumban, Olaszországban és Görögországban a kormányzati adósság a GDP 100 százalékát is meghaladja. Hollandiában az adósság mértéke az EU átlag alatt helyezkedik el.

5.1. Állami bevételek és kiadások

A holland kormányzati kiadások 2002-ben meghaladták a 211 milliárd eurót. Ez a GDP 47 százalékát jelenti, amellyel kormányzati kiadások tekintetében Hollandia az EU 15 átlag közelében helyezkedik el. A GDP százalékában az ír kormányzati kiadások a legalacsonyabbak, míg Svédország rendelkezik a legmagasabb mutatóval. Ez az 1995-ös helyzethez hasonló állapot. Ettől az évtől kezdve az összes EU országban folyamatosan csökkentek a kormányzati kiadások⁶. Gazdasági fellendülés időszakában ez a folyamat természetes, hiszen csökken a munkanélküliség, csökken a költségvetési hiány, valamint a kamatok és a kormányzati kiadások, amelyek a GDP egyre csökkenő százalékát teszik ki. A kormányzati kiadások legerőteljesebben Finnországban csökkentek 1995–2002 között. A csökkenés meghaladja a GDP 10 százalékát.

Az EU-ban az adóterhek ésszerűen állandóak maradtak a kilencvenes évek utolsó éveiben. A jövedelemadók csökkentek ebben az időszakban, a forgalmi adók viszont növekedtek. A gazdasági növekedés lelassulásával az adóbevételek csökkentek az utóbbi két évben.

1995-től kezdődően az adóterhek folyamatosan csökkentek a tíz új tagállamban és jelenleg az EU átlag közelében helyezkednek el.

⁶ A GDP százalékában kifejezve.

5.2. Egészségügy

Hollandia a GDP 9 százalékát költötte egészségügyi ellátásra 2001-ben (Appelman 2002). Ez megfelel az Unió átlagnak. Németország költi a legnagyobb összeget az egészségügyre nevezetesen, GDP-je 11 százalékát. Szlovákiában, Lengyelországban, Magyarországon és Csehországban ez az arány a GDP 5,7 és 7,3 százaléka között található.

1995-ben, Hollandiában az egy főre jutó egészségügyi kiadások 5 százalékkal haladták meg az EU átlagot. 2001-re ez a különbség már 15 százalékra nőtt. Csak Luxemburgban és Németországban magasabb ennél az egy főre jutó egészségügyi ellátás összege. Lengyelországban és Szlovákiában ez a mutató⁷ a holland értéknek csak az egynegyedét, míg Magyarország esetén az egyharmadát teszi ki.

Az egészségügyi ellátás hozamait a korábbi mutatókhoz viszonyítva, még nehezebb meghatározni. Nemzetközi összehasonlításban gyakran használják a kórházból elbocsátott páciensek számát jelzőszámként. A holland egészségügyi ellátó rendszer eredményei e tekintetben a legtöbb EU országtól elmaradnak. Ennek a „rossz” helyezésnek az okát az elmúlt húsz évben kidolgozott, rendkívül jól működő otthoni ellátó rendszer kifejlesztésében kell keresni. Ez magában foglalja az új ambuláns szemléletű kezelést, a nappali kezelések előtérbe helyezését és az otthoni ápolói szolgálat bevezetését.

5.3. Oktatás

Hollandiában az oktatásra fordított állami kiadások a GDP 4,8%-át tették ki 2000-ben. Ez kissé alacsonyabb, mint az EU 15 átlaga. A GDP legnagyobb hányadát 8,4%-ot Dániában fordítanak az oktatásra. A skála másik végén Görögország található GDP-jének 3,8%-ával.

A legtöbb EU országban, a GDP százalékában kifejezett oktatásra költött összeg 1995 óta enyhe csökkenést mutat. Csak Dániában, Görögországban és Portugáliában emelkedett. Az új tagállamok GDP-jük hasonló arányát fordítják oktatásra, mint az EU átlaga. A holland lakosság iskolázottsági szintje magasnak tekinthető Európa többi részével összehasonlítva. 2002-ben a 25–64 éves korosztály 25%-a volt felsőfokú végzettségű. Az érték kissé magasabb az EU átlagánál. A Hollandiát körülvevő országokban a felsőfokú végzettséggel rendelkezők aránya elég változatos képet mutat kezdve a német 22%-tól, az Egyesült Királyságban mért 29%-ig.

Néhány új tagországban sokkal magasabb a népesség iskolázottsága, mint Hollandiában. Litvániában például a 25–64 éves korosztály 44%-a rendelkezik felsőfokú végzettséggel.

5.4. Nettó befizetők és nettó haszonélvezők

Az Európai Unió újra osztja a tagállamok által az alapokba befizetett összegeket. Néhány ország nettó befizető, míg a többiek nettó haszonélvezők. Hollandia 2002-ben 178 eurót fizetett lakosonként. Ez 4,5 milliárd euró befizetését jelentette az Európai Unióba. Ezzel szemben 1,6 milliárd eurót megkapott Hollandia az EU-tól. A holland bevételek 2001-ben nagyságrendileg ugyanekkora értékűek voltak, mint 2002-ben, de befizetni 1 milliárd euróval kevesebbet kellett. Ez utóbbi folyamat az 1999-es berlini Európa Tanácsi Egyezmény következménye, amelynek hatása 2002-től jelentkezik. Ez a bruttó nemzeti

⁷ Vásárlóerő paritáson mérve.

jövedelem (GNI) 0,66%-ának a befizetését jelentette. Relatív Hollandia többet fizetett, mint az összes többi EU 15 tagállam. Abszolút értékben viszont Németország fizetett a legtöbbet.

A legnagyobb nettó összegeket Görögország, Portugália, Írország és Spanyolország kapta a mezőgazdasági és strukturális alapokból.

Az EU adminisztrációs kiadásai beleszámítanak a tagállamok EU bevételei közé. Ezeket a kifizetéseket az országok a helyi EU intézmények fenntartásáért kapják, mint például az Európa Tanács és az Európa Parlament Brüsszelben vagy a statisztikai hivatal (Eurostat) és a Luxemburgban működő Európai Bíróság.

6. Összegzés

A tanulmányban ismertetett tényadatok, alapjául szolgálhatnak egy további részletes vizsgálatnak, amelynek célja immár nem a bevezetőben említett „titok” feltárása, hanem a megszerzett ismeretek, különbségek és hasonlóságok alapján egy lehetséges fejlődési irányvonal kijelölése Magyarország számára.

Több területen találhatunk követendő és véleményem szerint megvalósítható példát magunk előtt. Többek között az adózás területén, a normál ÁFA kulcs csökkentésére, a munkáltatókat érintő adóterhek csökkentésére⁸, vagy a személyi jövedelemadó esetén az átlagjövedelemnek nem a legmagasabb kulccsal való adóztatására gondolok.

Másik lehetséges terület az államadósság csökkentése során felszabaduló pénzek Magyarország számára hasznosabb területen való felhasználása. Holland mintára gondolkodhatunk például a minket szintén súlyosan érintő öregedési probléma kezelésére kialakított, piaci elven működő intézményhálózat és szolgáltatás kiépítésére.

Az átalakítás előtt álló egészségügyi ellátó rendszer szintén sok hasznosítható tapasztalatot szerezhet a Hollandiában jól működő, az ambuláns ellátást szorgalmazó és ezzel költségtakarékosan működő rendszer adaptálható elemeinek átvételével.

Szintén hatalmas kiaknázatlan lehetőség rejlik a részmunkaidős foglalkoztatás fejlesztésében és ezzel összefüggésben annak a szemléletnek az elterjesztésében, amely Hollandiában nem a rokkantság fokát, hanem a munkára való alkalmasság mértékét veszi alapul⁹ a „leszállékolásnál”.

Végül, de nem utolsósorban Magyarország számára a leghasznosabb, annak a hosszú távú szemléletnek és gondolkodásmódnak az átvétele lenne, amelyre jó példaként említhetjük, hogy Hollandiában a 2004-es év költségvetésének tervezésekor már figyelembe vették a 2040-ben várható demográfiai előrejelzéseket. Ezek alapján az átalakuló népesség-összetétel függvényében megtették a problémák kezelésére irányuló első lépéseket.

⁸ Motiválva ezzel is a vállalkozásokat a munkaerő felvételre, amely így munkanélküliségi ráta csökkenését, következményképpen pedig a munkanélküli segély kifizetésére fordított összeg csökkenésével, a költségvetési kiadások csökkenését eredményezi.

⁹ Munkaórákra átszámítva.

Felhasznált irodalom

- Appelman, M. 2002: *Improving Transparency in Healthcare: a Key Role for the Government*, CBP Report 2002/4
- Blondal, J. R. – Kristensen J. K. 2002: Budgeting in the Netherlands, *OECD Journal on Budgeting*, 2, 4.
- CPB 2004: *Centraal Economisch Plan*, CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis
- European Communities 2004: *Economic Data Pocket Book*, EC, Luxembourg
- Ewijk, C. 2000: *Ageing in the Netherlands*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis
- OECD 2003: *The Sources of Economic Growth in OECD Countries*, OECD, Paris
- OECD 2004: *Economic Survey The Netherlands*, OECD, Paris
- www.cbs.nl
- www.minez.nl
- www.minfin.nl

Méret utáni szabóság vagy szigorodó diéta? Avagy a Stabilitási és Növekedési Paktum reformja

Fodor Edit*

A tanulmány a fiskális politikai koordináció és felügyezés kereteinek elemzésével foglalkozik kapcsolódva a Stabilitási és Növekedési Paktum megreformálása körül kialakult tudományos és intézményi vitához. Részletes elemzést ad a konszolidáció eddig elért számszerű eredményeiről, az eljárási tapasztalatokról, valamint arról, hogy az első öt év gyakorlata alapján melyek a Stabilitási és Növekedési Paktum által kialakított koordináció és felügyezés erős és gyenge pontjai. A tanulmány a Tanács 2004. szeptember 10-i állásfoglalása alapján összegzi, majd elemzi a Paktum reformjára a kutatók és az európai intézmények által tett reformjavaslatokat, végül pedig megvizsgálja, hogy melyek a leginkább valószínű változtatási irányok.

Ez utóbbira vonatkozóan a szerző négy fontos következtetése közül az első, hogy a Szerződésben foglaltak biztosan nem változhatnak a fiskális politikai keretrendszerben. Másrészt, éppen az előző pontban írtak okán, a reformok egy nagy hányada arra irányul majd, hogy a deficit ill. az államadósság kritériumait a végrehajtási szabályok módosításával tegyék rugalmasabbá. Nagyobb hangsúlyt kaphat a jövőben a középtávú célkitűzések országspecifikus kialakítása. Számos technikai jellegű finomítással (statisztikai, könyvelési szabályok; előrejelzési kérdések, stb.) el fogják érni, hogy a kiskapuk köre jelentősen csökkenjen. Kevésbé valószínű azonban, hogy az államháztartási hiány számítása alól kikerülnek bizonyos hosszú távú célokat szolgáló tételek (pl. strukturális reformokra, beruházásokra fordított kiadások). Harmadszor, a deficitéhez hasonló operatív szerep látszik körvonalazódni az államadóssági kritérium esetében is. Végül pedig, megoldást fognak találni arra a fontos problémára, hogy hogyan ösztönözzék a tagállamokat a konjunktúra időszakában költségvetési tartalékok képzésére, elkerülve a ciklust erősítő fiskális politikai magatartást.

Kulcsszavak: EU, gazdaságpolitikai koordináció, Stabilitási és Növekedési Paktum

1. Bevezetés

A Gazdasági és Monetáris Unió Maastrichtban lerakott költségvetési keretszabályai kulcsszerepet játszottak a tagállamok fiskális konszolidációjának elindításában és fenntartásában. Az előbbire vonatkozó egyik legkézenfekvőbb bizonyíték, hogy 1998-ban, amikor véglegesítették, mely országok kvalifikálták magukat az EMU részvételre, csupán egy ország – Görögország – esetében döntöttek úgy, hogy az államháztartás helyzete még nem érett meg az eurózónához való csatlakozásra.

* Fodor Edit, osztályvezető, Magyar Nemzeti Bank Eukapcsolatok osztálya (Budapest).

Az itt leírtak a szerző saját véleményét tükrözik, nem tekinthetők a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjának.

A siker alapja egyrészt az a maastrichti kritériumrendszer, melynek célja, hogy kizárólag egy bizonyos fokú nominális konvergenciát már elért országok válhassanak az euró-zóna tagjává. Ezt ugyanis megfelelő alapnak tekintették ahhoz, hogy az aszimmetrikus sokkok kivédéséhez szükséges reálkonvergencia is fokozatosan kialakuljon. A sikerben nagy szerepet játszott, hogy Maastricht céljai – kellően ambiciózusak, de – időben jól behatároltak voltak. A „kívül maradás” politikai veszélye, pedig megfelelő nyomást tudott gyakorolni az európai kormányokra.

Másrészt, az 1998 utáni konszolidációs sikerek alapján az a Szerződésbe foglalt kötelezettséget tekintették, mely szerint a gazdaságpolitikákat az EU tagállamoknak egymás között koordinálniuk kell, köztük a fiskális politikákat is. Továbbá kimondták, szerződéses kötelezettsége minden tagállamnak – akár euró-zóna-tag, akár nem, hogy kerülje a túlzott hiány kialakulását. Ez utóbbinak a kikényszerítésére született meg a Stabilitási és Növekedési Paktum (SNP), melyben részletes szabályokat alkottak a Bizottság kulcsszerepével működtetett többoldalú felügyeleti rendszerre és a Túlzott Hiány Miatti Eljárásra (Excessive Deficit Procedure, EDP). A Bizottság e szabályok szerint egyaránt ügyel a nominális konvergencia fenntartásáért, a derogációval rendelkező tagállamok maastrichti kritériumokhoz való mihamarabbi közeledéséért és a Szerződésben kikötött maximális deficit- ill. államadósság-szintek betartatásáért.

A kezdeti sikereket azonban beárnyékolta az a tény, hogy a 2001. évet követően – az elhúzódó gazdasági visszaesésnek és az elhalasztott strukturális reformoknak köszönhetően – a fiskális fegyelem több tagállamban felborult. 2003-ban az euró-zóna tagállamainak több mint fele nem tudta teljesíteni azt a Paktumba foglalt középtávú célt, mely szerint az államháztartás egyenlegének egyensúlyban vagy többletben kell lennie. Két nagy tagállam (Németország, Franciaország) esetén még a Stabilitási és Növekedési Paktum végrehajtását is felfüggesztette a Tanács 2003 végén. Emellett a tíz új tagállam beintegrálása a gazdaságpolitikai koordináció rendszerébe, szintén egy komoly kihívást jelent az EU számára, hiszen ezek az országok a reál- és nominálkonvergencia különböző szintjein állnak. Végül, de nem utolsó sorban, az egyre kiszámíthatatlanabbul változó világ gazdasági környezet is felsorolható azok között az indokok között, melyek az eddig kialakult európai fiskális politikai keretrendszer megreformálásának szükségességét támasztják alá.

A tanulmány a fiskális politikai koordináció és felvigyázás kereteinek ismertetése (2. fejezet) után részletes elemzést ad a konszolidáció eddig elért számszerű eredményeiről, az eljárási tapasztalatokról, valamint arról, hogy az első öt év gyakorlata alapján melyek a Stabilitási és Növekedési Paktum által kialakított koordináció és felvigyázás erős és gyenge pontjai (3. fejezet). Másrészt bemutatja az SNP reformjának legvalószínűbb irányait (4. fejezet), úgy a kutatók, mint az Európai intézmények szemszögéből.

2. A fiskális politikai koordináció az EU-ban

2.1. A Maastrichti Szerződés adta keretek

A Maastrichti Szerződés 99. cikke szerint a tagállamok közös érdekű ügynek tekintik és összehangolják gazdaságpolitikájukat a Tanácsban. A Tanács háromévente – éves felülvizsgálattal – ajánlást fogad el, melyben meghatározza az EU gazdaságpolitikájára vonatkozó átfogó iránymutatásait, a Bizottság pedig – a tagállamok által kötelezően beszo-

gáltatott adatok és információk alapján¹ – nyomon követi azok tagállamokkénti megvalósulását. A végrehajtás nehézségeit jól tükrözi az a tény, hogy „nem megfelelés” esetén a Tanács legfeljebb azzal tud nyomást gyakorolni a renitens országra, hogy ajánlásait nyilvánosságra hozza.

A Szerződés egy másik cikke (104.) kötelezi a tagállamokat, hogy kerüljék a túlzott államháztartási hiány kialakulását. A hiány túlzott mértékét az Alapszerződés EDP-ről szóló Jegyzőkönyve számszerűsíti a költségvetési deficit és az államadósság GDP-hez mért arányában (3% ill. 60%). A 104. cikk lefekteti a Túlzott Hiány Miatti Eljárás lépéseit, melynek végrehajtási szabályait később a Stabilitási és Növekedési Paktum, különösen az annak részét képező, az EDP végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló 1467/97 Tanácsi Rendeletben határozták meg.

2.2. Stabilitási és Növekedési Egyezmény tartalmi elemei

Stabilitási és Növekedési Paktum alatt a költségvetési koordináció és felvigyázás – Tanács által hozott – másodlagos jogszabályait értjük, melyet 1997-ben fogadtak el a tagállamok. Köztük egy európai tanácsi állásfoglalás² – felismerve a fiskális fegyelem fontosságát az EMU harmadik szakaszában – tisztázta, és néhány ponton kiegészítette a Maas-trichtban kialakított fiskális politikai szabályokat. Konkrét elvárásokat fogalmazott meg a tagállamok, a Bizottság és a Tanács számára. Például, ekkor rögzítették, hogy az EDP-határozat elfogadásától számítva egy év áll a tagországok rendelkezésére a túlzott hiány korrigálására. A fenti állásfoglalásban a Szerződés által felsorolt szankciók közül egynek (nem kamatozó betét elhelyezése) az alkalmazását kifejezetten ajánlják a Tanácsnak, abban az esetben, ha az eljárás alatt álló eurózóna-tag elmulasztana a tanácsi ajánlásoknak eleget tenni, azaz megadott időn belül nem korrigálta hiányát.

Az SNP részét képező 1466/97 tanácsi rendelet³ hívta életre a stabilitási és konvergencia-programokat és a korai figyelmeztetés rendszerét (ez a Paktum ún. megelőzést támogató pillére). Az előbbi dokumentumokban a tagállamoknak az Átfogó Gazdaságpolitikai Iránymutatásoknak való megfelelésüket, illetve a túlzott hiány elkerülését kell ténnyekkel, becslésekkel, megtett vagy tervezett intézkedéseikkel alátámasztaniuk. A konvergenciaprogramok tartalmukban annyival többek a már eurózóna-tagok stabilitási programjainál, hogy abban a középtávú monetáris politikai célkitűzéseket és ezeknek az ár- és árfolyamstabilitási összefüggéseit is elemezni kell.

Az előző alponthan már említett 1467/97-es rendelet (a kikényszerítési lehetőséget biztosító pillér) pedig egyrészt időrendet állít fel a Túlzott Hiány Miatti Eljárás lefolytatására, másrészt olyan fontos részleteket tisztáz, mint a kivételesen és időlegesen kialakult hiány fogalma, vagy a szankcióként kirótt büntetés mértéke.

2.3. Eljárási folyamatok

A tagállamok a naprakésszé tett stabilitási és konvergencia-programjaikat minden évben legkésőbb december 1-ig benyújtják a Bizottságnak, aki azokat megvizsgálva, javaslatot tesz a Tanácsnak vélemény elfogadására. A szabályok szerint a Tanácsnak két hónapja

¹ Ld. 3605/1993/EK tanácsi rendelet a túlzott hiányról szóló jegyzőkönyv alkalmazásáról.

² Ld. Amszterdami Európai Tanács állásfoglalása (1997. június 17.).

³ Ld. 1466/97/EK tanácsi rendelet a költségvetési egyenleg felügyeletének megerősítéséről és a gazdaságpolitikák felügyeletéről és összehangolásáról.

van véleménye kialakítására. Ettől a forgatókönyvtől a 2004. május 1-én csatlakozók esetében eltértek. A tíz új tagországnak május 15-ig kellett első konvergencia-programját benyújtania. A Tanács pedig július 6-án – valamivel a két hónapos határidő előtt – adta ki a programokról alkotott véleményét. A koordináció egyrészt a döntés-előkészítési fázisban albizottsági, bizottsági üléseken zajlik, de már a programok kidolgozása alatt is szorosan együttműködnek a tagállamok a Bizottsággal annak érdekében, hogy a beadott dokumentum minél nagyobb támogatottságra találjon.

A túlzott hiány kialakulásának nyomon követhetősége érdekében minden tagállam egy évben kétszer (március 1-ig és szeptember 1-ig) megküldi a Bizottságnak az államháztartására vonatkozó aktuális adatait. A Bizottság ezen adatok alapján megvizsgálja az államháztartási hiányra, ill. az államadósságra vonatkozó kritériumok (3% és 60%) teljesülését.

Amennyiben adott tagállamot illetően úgy értékeli a Bizottság, hogy bár a kritériumok még nem sérülnek, de a középtávú célkitűzésektől vagy az ahhoz vezető korrekciós pályától jelentős az eltérés (ld. stabilitási és konvergencia-programok), és ez a későbbiekben veszélyeztetni fogja a kritériumok betartását, javaslatot tehet a Tanácsának, hogy megelőzési céllal korai figyelmeztetésben részesítsék a szóban forgó országot. (Ezt az Alkotmány elfogadása után már saját döntése alapján is megteheti majd a Bizottság.)

Abban az esetben viszont, amikor az adatok már azt mutatják, hogy a kritériumok egyikének vagy akár mindkettőnek nem felel meg egy ország, a Bizottság megkezdi a túlzott hiányra vonatkozó eljárásról szóló Tanácsi döntés előkészítését.

Az első lépés, hogy a Bizottság vizsgálatairól jelentést készít, majd véleményt fogalmaz meg a túlzott hiány adott tagállambeli fennállásáról. A jelentést és a véleményt ezután megtárgyalja a Tanács tanácsadó testülete, a Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (Economic and Financial Committee, EFC), akik szintén kialakítják véleményüket arról, hogy a túlzott hiány fennáll-e vagy sem.

Amennyiben az EFC is úgy ítélte meg, hogy adott tagállamban sérül egyik vagy mindkét kritérium, a Bizottság javaslatot tesz Tanácsi határozat ill. ajánlások meghozatalára. A határozat állapítja meg a túlzott hiányt, míg az ajánlás kiigazító lépésekre ill. azok menetrendjére ad iránymutatást. (Ekkortól mondható el, hogy a tagállam ellen túlzott hiány miatt eljárást indítottak.) A Tanácsnak a kötelező államháztartási adatszolgáltatástól számított 3 hónapon belül kell döntésre vinnie az ügyet (minősített többséggel elfogadnia, vagy annak hiányában elvetnie a Bizottság javaslatát).

Ha a Tanács meghozta az elmarasztaló döntését és az ajánlásokat – melynek a nyilvánosságra hozatalához a tagállamok hozzájárulását ma már kvázi automatikusnak veszik, 4 hónap áll rendelkezésére, hogy az ajánlásokban foglaltaknak megfelelő intézkedéseket tegyenek a kormányok. Annak függvényében, hogy adott ország euró-zóna-tag-e vagy sem, kétféleképpen folytatódhat az eljárás. Magyarország és minden eurót be nem vezető tagállam esetén az EU nyomon követi az ajánlások teljesülését, nyomást gyakorolva az eljárás alatt álló országokra, de nem foganatosíthat szankciókat, csak nagyon súlyos esetekben. Ilyen esetnek az számíthat, ha a tagország hosszabb időn keresztül az ajánlásokkal teljesen elmentéses intézkedéseket foganatosít, és így egyre távolabb kerül a hiány és/vagy az adósság előírt szintjétől. Ekkor a Bizottság felfüggesztheti az adott tagállamnak juttatandó kohéziós támogatások kifizetéseit.

Amennyiben az euró-zóna tagja mulasztja el az ajánlásban foglalt intézkedéseket meghozni, a Bizottság a négy hónap lejártával kezdeményezi a Tanácsnál a mulasztást rögzítő határozat ill. a figyelmeztetésről szóló határozat elfogadását. Az erre vonatkozó döntés

azért fontos, mert a Maastrichti Szerződés szerint, mindaddig, amíg egy tagállam nem teljesíti a felszólításban foglalt deficitcsökkentő intézkedéseket, a Tanács a következő szankciók alkalmazásáról dönthet: nem kamatozó letét elhelyezése (ezt a költségvetési felvigyázás szabályait tartalmazó Stabilitási és Növekedési Paktum kifejezetten ajánlott szankciónak állította be), Európai Beruházási Bank adott országot érintő hitelezési politikájának megszigorítása, államkötvény és értékpapír-kibocsátást megelőző kiegészítő adatszolgáltatás előírása, pénzbírság kiszabása. A nem kamatozó letét esetén, ha a tagállam két éven belül sem tesz megfelelő kiigazító lépéseket, akkor a betét büntetéssé válik.

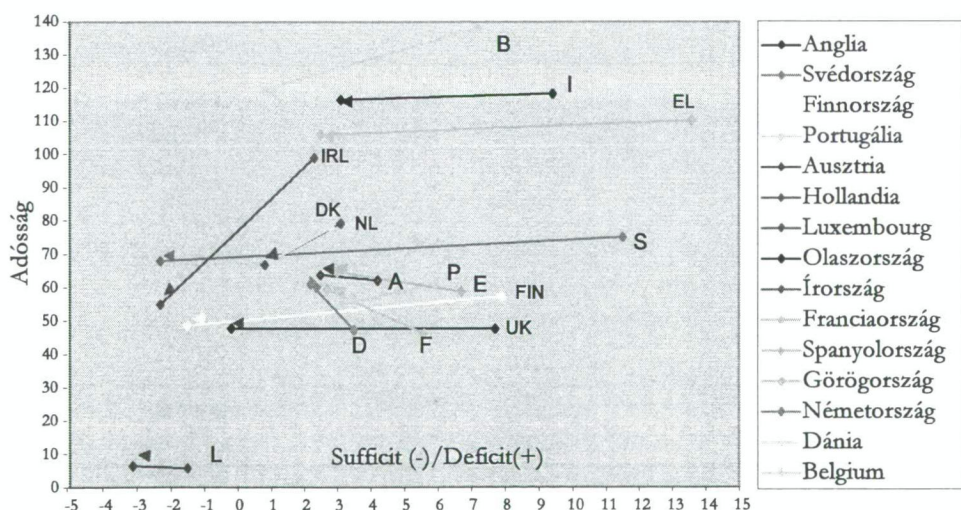
3. A Stabilitási és Növekedési Egyezmény – az első öt év tapasztalatai

3.1. A fiskális pozíciók alakulása 1993–1998 és 1999–2003 között

Ahogy az 1. ábra mutatja, a Maastrichtban felállított konvergencia kritériumoknak köszönhetően 1993 és 1998 között az EMU tagok majdnem mindegyikének sikerült jelentős fiskális konszolidációt elérnie. 1998-ra az eurózóna 1993-as – kimagaslóan rossz – 5,6 százalékos államháztartási hiányában a megszorítások 3,3 százalékpontos csökkenést eredményeztek.

Néhány ország, mint például Olaszország, Belgium, vagy Írország, rendkívül sikeres fordulatot hajtott végre a konvergencia időszakában. Ezek a tagállamok 5–6 százalékpontos deficitcsökkentést is képesek voltak elérni az államadósságszintjeik párhuzamos lefaragása mellett. Ellenben voltak országok – mint például Franciaország vagy Németország – akiknek bár sikerült deficitjeiket a küszöbérték alá szorítani, ezt csak az államadósság terhük növelése mellett tudták teljesíteni.

1. ábra. Költségvetési konszolidáció (1993–1998)



Von Hagen és szerzőtársai (2001) tanulmányukban arra a következtetésre jutottak, hogy Maastricht sikere elsősorban annak volt köszönhető, hogy nyomást tudott gyakorolni a politikára, és ez leginkább a 90-es évek első felének eredményeire volt jó hatással. Bizonyos országokban a konszolidáció mértéke már magában is indukálhatott egy keynes-ivel ellentétes hatást, mely tovább segítette a kiadáscsökkentés érdekében tett erőfeszítéseket, véli Buti és Giudice (2002). Ezt a megállapításukat Giavazzi és Pagano (1990) azon kutatási eredményére alapozzák, mely szerint a költségvetési kiigazítás és a gazdasági aktivitás között nem áll fenn lineáris kapcsolat. Kisebb megszorítások esetén a hagyományos keynes-i hatások dominálnak, míg nagyobb megszorító csomag esetén a piaci bizalom erősödése és a magánberuházások térnyerése segíthet ellensúlyozni a bekövetkező keresletcsökkenést.

A konszolidáció 1999-től 2003-ig terjedő szakasza egy, a gazdasági növekedés szempontjából, nagyon sokszínű időszakot ölel fel, és ezáltal széles vizsgálati lehetőséget teremt a kutatók számára. A 1. táblázatból kitűnik, hogy 1999-ben – az EMU létrejöttének első évében – csak Írorszáiban emelkedett az államháztartás GDP százalékában mért hiánya, de ott is csak igen kis mértékben. A 2. táblázatból láthatjuk, hogy az adott évben egyedül Dánia, egy eurózónán kívüli tagállam, fogta vissza kiadásainak növekedését. A többi ország esetében a gazdaság növekedése, és a közös monetáris politika hitelesebbé válása tette lehetővé a deficit csökkenését.

1. táblázat. Államháztartási egyenlegek GDP arányos rátáinak változása, 1999–2003

Változás mértéke (százalékpontban)

(–) egyenleg javulása

(+) egyenleg romlása

	1999	2000	2001	2002	2003
Ausztria	–0,2	–0,8	–1,8	0,5	0,9
Belgium	–0,2	–0,6	–0,4	0,5	–0,3
Finnország	–0,5	–4,9	1,9	0,9	2,0
Franciaország	–0,9	–0,4	0,1	1,7	0,9
Németország	–0,7	–0,4	4,1	0,9	0,1
Görögország	–0,7	0,1	–0,5	0,0	0,9
Írország	0,1	–2,3	3,5	1,1	–0,3
Olaszország	–1,4	–1,1	2,0	–0,3	0,1
Hollandia	–1,5	–1,5	2,3	1,8	1,3
Portugália	–0,4	0,0	1,6	–1,7	0,1
Spanyolország	–1,9	–0,3	–0,5	–0,3	–0,5
Dánia	–2,2	–0,7	–0,3	1,3	–0,4
Svédország	–0,8	–2,2	2,3	2,8	–0,3
Nagy-Britannia	–0,9	–2,8	3,1	2,0	1,6

Forrás: Eurostat

A 2000. év Európában is egy kivételesen jó gazdasági időszaknak számított, amikor minden tagállamban magas GDP növekedési rátákat jegyeztek. A deficit mértéke az előző évi mértéknél is jobban csökkent, azonban a 2. táblázat második oszlopában szereplő

adatok szerint egyedül Finnország, Olaszország és Hollandia eszközölt kiadási megszorításokat az eurózóna tagállamai közül. A többiek nem használták ki az erős gazdasági növekedés adta lehetőségeket arra, hogy a növekedésből fakadó javulást kiadásaik csökkentésével tovább segítsék.

A következő év már gyengébb gazdasági növekedést hozott. 2001-ben Belgium, Spanyolország, Görögország és Ausztria kivételével minden eurózóna országban romlott a hiány mutatója. Ausztrián kívül egyik országnak sem sikerült költségvetési kiadásain lefagyni. Vagyis érdekes látni, hogy a fiskális szigor még 2001-ben, a visszafogottabb – de pozitív – gazdasági növekedés évében lazult fel és nem a recesszió bekövetkeztével.

A 2002-ben tapasztalt recesszió hatására Spanyolország, Portugália és Olaszország kivételével, mindenhol romlott a költségvetési pozíció. Portugália kivételével pedig minden ország expanzív fiskális politikát folytatott (2. táblázat).

Ha a rákövetkező év adatait vizsgáljuk, még ennél is szomorúbb képet kapunk.

2. táblázat. A költségvetési kiadások változása, 1999–2002

	1999	2000	2001	2002
Ausztria	1,81	0,24	−0,82	2,42
Belgium	1,68	0,31	0,91	0,98
Finnország	1,66	−3,36	3,73	2,97
Franciaország	1,16	0,81	1,27	2,36
Németország	0,42	0,32	2,45	1,19
Görögország	1,53	1,99	1,93	2,46
Írország	4,38	0,05	5,80	3,64
Olaszország	0,92	−0,37	2,87	0,62
Hollandia	0,76	−0,31	3,33	1,49
Portugália	1,59	1,06	2,70	−0,34
Spanyolország	0,48	1,25	0,49	0,88
Dánia	−0,42	1,94	0,85	2,28
Svédország	2,42	−0,55	1,50	4,66
Nagy-Britannia	0,54	−1,99	4,27	3,07

Forrás: Eurostat.

Ebből a rövid elemzésből is kitűnik egyrészt, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum működésének megértéséhez fontos különválasztani a gazdasági növekedésnek és az aktív költségvetési politikának a deficit szintjére gyakorolt hatását. Másrészt bebizonyosodott, hogy a Paktum nem az elvárt mértékben erősítette a fiskális szigorot az EMU-ban. A tagállamok gazdasági növekedés idején nincsenek kellően ösztönözve (rákényszerítve) arra, hogy a rosszabb időkre tartalékoljanak, kiadásait a bevételek növekedésénél nagyobb mértékben is csökkentsék. Fatás és szerzőtársai (2003) a Stabilitási és Növekedési Egyezménynek éppen erre az aszimmetrikus jellegére hívják fel a figyelmet. Véleményük szerint, míg gazdasági visszaesés idején szigorú határt szab a rendszer a költségvetési politikának, addig növekedés

idején semmilyen kényszerítő eszközzel nem rendelkezik ahhoz, hogy önfegyelemre készítse a politikai befolyásoltság alatt álló kormányokat.

3.2. *Eljárási tapasztalatok*

2003. november 25-e óta némi bizonytalanság övezi a 2.2 *alpontban* ismertetett eljárási szabályok alkalmazását. A Tanács ugyanis azon a napon, a Bizottság javaslata ellenére, nem adta minősített többségi szavazatát arra a határozat-tervezetre, mely megállapítja, hogy Németország és Franciaország nem tett eleget a korábban nekik tett ajánlásoknak, és figyelmeztetésben részesíti e két tagállamot. Ugyanakkor a Tanács – jogszabályoknak nem minősülő – következtetéseket fogadott el, amelyekben egyrészt mindkét érintett tagállamra vonatkozóan felfüggesztette a Túlzott Hiány Miatti Eljárást, másrészt módosította Franciaországnak és Németországnak tett korábbi ajánlásait annyiban, hogy 2004-ről 2005 végére tolta ki a 3 százalékos deficit/GDP arány elérésének kötelezettségét. 2004. január 27-én a Bizottság az Európai Bíróság elé vitte az ügyet, és keresetében többek között a következőket kérte:

- A Bíróság nyilvánítsa semmisnek azokat a november 25-i Tanácsi határozatokat, melyekben – minősített többség hiányában – az a döntés született, hogy nem fogadják el a Bizottság által javasolt intézkedéseket.
- A Bíróság nyilvánítsa semmisnek azokat a november 25-i Tanácsi következtetéseket, melyekben az eljárás felfüggesztéséről és a korábban tett ajánlások módosításáról döntöttek e két ország tekintetében.

A Bíróság a Bizottsági kereset első részének nem adott helyt. Indoklása szerint a hivatkozott „javaslatot elvető” határozatok alatt ugyanis azt kell érteni, hogy a Tanács nem szavazta meg a Bizottság ajánlásainak végrehajtására szolgáló határozatokat (azaz nem alkalmazta – a Szerződésben rögzített – az eljárás következő lépésénél alkalmazandó eszközöket; melyre indokolt esetben lehetőséget biztosítanak a szabályok). A Bíróság azonban helyt adott a Bizottsági kereset második részének. A Bíróság megsemmisítette tehát a Tanács azon következtetéseit, amelyekben felfüggeszti a Túlzott Hiány Miatti Eljárást Franciaországgal és Németországgal szemben, és módosítja a korábban tett ajánlásait, melyek a fenti tagállamokban fennálló túlzott hiány állapotának megszüntetésére vonatkoztak.

Ahogy az az Európai Bíróság esetében már többször tapasztalhattuk, a testület igyekezett kiegyensúlyozott döntést hozni a hozzá benyújtott keresetet illetően. Ha a jogi értelmezést megpróbáljuk a gyakorlatba átültetni, a döntésből két fontos következtetést lehet levonni: (i) a Tanácsnak jogában állt úgy dönteni, hogy nem fogadja el a Bizottság által javasolt határozatokat a figyelmeztetésekről; (ii) az eljárásban a döntés szerint a 2003. november 24-i állapotot kell visszaállítani, azaz meg kell vizsgálni, Németország és Franciaország esetében továbbra is fennáll-e, hogy nem fogantatosított olyan intézkedéseket, melyek a kiigazítási ajánlásokban szerepeltek. Amennyiben a válasz nemleges, akkor a Bizottságnak – a Szerződés szerint – újra kezdeményeznie kell a Tanácsnál, hogy részesítsék figyelmeztetésben e két tagállamot, és ezáltal lehetővé váljon esetleges szankciók alkalmazása. Az első következtetés szerint azonban ekkor elméletileg ismét jogában áll majd a Tanácsnak úgy döntenie, hogy nem hozza meg a Bizottság által javasolt határozatot. (Az ördögi kör nem tud bezárulni?)

A meglehetősen összetett helyzetben, a Bizottság nyilatkozatában úgy fogalmazott, hogy üdvözli a Bíróság döntését, mely megerősíti a Stabilitási és Növekedési Paktumban foglalt szabályok költségvetési koordinációban betöltött szerepét, a döntés értelmezésére

azonban több időt kívánnak szánni. Továbbá közölték, hogy a megoldást illetően a közeljövőben egyeztetést kezdeményeznek a Tanáccsal, a tagállamokkal és az Európai Központi Bankkal, mely szintén a kérdés komplexitását tükrözi.

3.3. A SNP erős és gyenge pontjai

Az itt leírt tapasztalatok és a hivatkozott irodalomban található empirikus vizsgálatok azt mutatják, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum a vázolt problémák ellenére el tudta érni, hogy az EU fiskális pozícióját tekintve versenytársainál (pl. USA, Japán) jobb helyzetben legyen. A 3 és 60 százalékos kritériumok erős nominális horgonyt jelentettek a tagországok többségének.

Éppen ezért a keretfeltételek változtatására nincs szükség. Szükség van azonban az alkalmazási szabályok pontosítására, rugalmasabbá tételére, javítva ezzel a végrehajtás sikerességét. Erre a romló strukturális államháztartási egyenlegek is figyelmeztetnek. Módot kell találni arra, hogy a Paktum újra politikai legitimitást nyerjen, és a tagállamok sajátjuknak tekintsék a célokat. Fontos továbbá, hogy a büntetések ne csak elméletileg létezzenek. Azok az országok, akik a kiigazítási lépéseket a megadott határidőig elmulasztják megtenni, fizessék meg annak az árát, hogy a valutaövezet más tagjait is veszélyeztetik (pl. inflációs nyomás).

Kardinális probléma, hogy az ún. „jó időkben” nincs mi ösztönözze a tagállamokat a tartalékolásra, pozitív egyenlegek elérésére. Megfelelő ösztönző eszköz bevezetésével erősíteni lehetne az SNP megelőzési szerepét, mely – egészségügyi analógiára – nagyban javíthatná a „betegségek” elleni védekezőképességet.

Fontos feladat, a rendszer gazdasági megalapozottságán javítani. A középtávú célok kialakításánál hiányzik az országspecifikus tényezők figyelembe vétele, mely szintén negatívan befolyásolhatja az országok elkötelezettségét. Az egykor vázolt elméleti összefüggés, mely alapján a deficit és államadósság maximális értékeit meghatározták, mára kevésbé állja meg a helyét. Több újonnan csatlakozott ország számára például kevésbé a fenntartható államadóssági szint elérése jelent kihívást (ld. Észtország, Lettország, Litvánia, Szlovénia, Szlovákia, Csehország és Lengyelország), hanem a strukturális reformok, és az infrastrukturális beruházások terén való lemaradásának csökkentése.

Az eljárási szabályokat illetően, éppen a Bíróság 2004. július 13-án hozott döntése világított rá az SNP alkalmazási nehézségeire. Ha a Tanács politikai megfontolásoktól vezérelve is dönthet úgy, hogy gazdasági racionalitás és tények ellenére, elveti a Bizottság javaslatát, akkor sajnos nehezen védhető a rendszer átláthatósága és hitelessége.

Ki kell térni olyan területek vizsgálatára is, mint a statisztikai adatszolgáltatás minőségi problémái, az előrejelzések hibái, vagy bizonyos számviteli kérdések. E témában is van már szakirodalom, amire támaszkodhatunk. Például Larch és Salto (2003) kimutatták, hogy leginkább azok az országok nem tartják be az államháztartási hiányra vonatkozó célkitűzéseiket, akik túl optimistán becsülték meg a gazdaságuk növekedési kilátásait. Ezt a megállapítást Strauch és szerzőtársai (2004) által végzett vizsgálatok is alátámasztották. A tagországok igen különbözőnek abból a szempontból is, hogy a költségvetéseket ill. a stabilitási és konvergencia-programok kialakításánál ki végzi az előrejelzéseket. Legtöbb helyen ezek a kormányzat hatáskörén belül kerülnek meghatározásra, konzultációs lehetőséget adva legtöbb esetben más kormányzati szerveknek, a központi banknak, vagy például a szakszervezeteknek. Vannak azonban tagállamok, ahol az előrejelzéseket független intézmény végzi.

Az előrejelzés intézményi háttere és a fiskális fegyelem betartása közötti összefüggés könnyen kikövetkeztethető.

A statisztikai adatok minősége szintén nem elhanyagolható probléma, hiszen ahogy láthattuk, ezekre az adatokra épül a középtávú célnak való megfelelés ill. a túlzott hiány fennállásának a megállapítása. Görögország negatív példája e tekintetben elgondolkodtató. A 2004. szeptemberi fiskális notifikáció alkalmával 2000-ig visszamenőleg szignifikáns módosításokat eszközölt mind a deficit, mind az adósság vonatkozásában. A deficitértékeket 2,1 és 4,1 közötti százalékponttal emelte, míg az államadósság adatokat 6,9 és 13,8 közötti százalékponttal. A módosított adatok szerint Görögország az eurózónához való csatlakozásakor nem felelt meg a maastrichti kritériumoknak. A Bizottság többek között az ilyen és ehhez hasonló ügyek elkerülése végett vette napirendre a probléma megoldását.

4. A reform főbb irányai

4.1. A Tanács által kijelölt irányok...

A fiskális politikai koordináció eddigi 6 éves gyakorlatában felmerült problémák megoldásán való „közös gondolkodás” már kezdetét is vette. A Bizottság az „Államháztartási pénzügyek a Gazdasági és Monetáris Unióban – 2004” című dokumentumában, majd azt követően egy szeptember 3-i közleményében⁴ nyilvánosságra hozta a Stabilitási és Növekedési Egyezmény reformjára tett javaslatait. A pénzügyminiszterek ezt megtárgyalva szeptember 10-i informális tanácskozásuk után nyilatkozatot fogadtak el, melyben a reformra vonatkozó iránymutatásokat tették közzé.

A miniszterek a reform céljaként a fennálló keretek gazdasági alátámasztásának megerősítését, hitelességének növelését és kikényszeríthetőségét jelölték meg. Ugyanakkor a szabályoknak átláthatóknak és viszonylag egyszerűeknek kell maradniuk.

Fontos, hogy az EU Alapszerződés államháztartási hiányra és államadósságra vonatkozó referenciaértékei továbbra is a gazdaságpolitikai együttműködés gerincét képezzék. A miniszterek egyetértettek abban, hogy az Alapszerződésen nem kell változtatni, az egyéb jogszabályokban pedig – ha ez elkerülhetetlen – a lehető legkevesebb módosítási javaslat születessen.

A reform most kezdődő vitájában négy elemzésre javasolt területet tartottak fontosnak kiemelni. Az első a Paktum megelőzést támogató szerepe, mely szerint sokkal szimmetrikusabb megközelítésre van szükség a fiskális politikai fegyelmet illetően kedvező és kedvezőtlen gazdasági körülmények között. Másodsor, nagyobb hangsúlyt fektessenek az államadósságra és az államháztartási folyamatok fenntarthatóságára, melyhez az előregedő társadalom jövőbeni költségeit is fontos lenne figyelembe venni. A miniszterek (megj.: magyar felvetésre) egyetértettek abban, hogy megvizsgálják a fenntarthatóságnak és a nyugdíj-reformok esetleges statisztikai hatásainak problémáját. A harmadik javaslat szerint a Túlzott Hiány Miatti Eljárásban, amikor a tanácsi ajánlásoknak való megfelelést vizsgálják, meg kell különböztetni azt az esetet, ha a tagállam kiigazító lépéseinek köszönhetően csökken a hiány szintje attól az esettől, amikor a gazdasági előrejelzési hibák miatt mutatnak javulást a számok. Végül, pedig az uniós pénzügyminiszterek úgy látják, hogy a tagállamoknak fiskális

⁴ Ld. Communication from the Commission to the Council and the Parliament on Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact.

politikai prioritásaik kialakításánál a lisszaboni stratégia támogatása, azaz a gazdasági növekedés és munkahelyteremtés melletti elkötelezettség (strukturális reformok, innováció, versenyképesség) sokkal nagyobb hangsúlyt kell kapjon a jövőben.

4.2. ...és az arra adható megoldási alternatívák

A Paktum megelőzést támogató szerepét részben már az új Alkotmány is erősíteni fogja, hiszen a Bizottságnak közvetlenül is lehetősége lesz a korai figyelmeztetés eszközt alkalmazni. Az Alkotmány elhúzódo ratifikációjának eshetősége miatt azonban, javasolandó már ezt az SNP reformlépései között is foganatosítani. A megelőzés súlyát növelné a Paktumban, ha a gazdasági növekedés időszakában a tagországokat, jobban ösztönöznék a takarékoskodásra. Buti és szerzőtársai (2003) például azt javasolják, hogy ilyenkor a tagállamoknak kiadáscsökkentéssel elért bizonyos szintű befizetést kellene eszközölniük egy olyan alapba, melyet aztán „rossz” időkben felhasználhatnának („rainy-day-funds”). Vannak, akik a kiadások maximálásában látják a probléma megoldását, mint például Mils és Quinet (2001). Egyesek pedig még ennél is radikálisabb javaslatot tartanának célravezetőnek (büntetéssel sújtani a konjunktúrában renitenskedőket is). A megoldást – véleményem szerint – azonban mindenképp egy egyszerű, de hatékony, ugyanakkor szélsőségektől mentes rendszer bevezetése jelenti majd. Például az, ha a stabilitási és konvergencia-programokban nemcsak a deficit és az államadósság tény és becslött értékeit, hanem a kiadáscsökkentéssel elért megtakarításokét is fel kellene tüntetnie a tagállamoknak. Az attól való eltérést a Bizottság nyomon követné, ha szükséges, korai figyelmeztetés eszközével gyakorolna nyomást a vállaltak betartására. A tapasztalatok azt mutatják, hogy bizonyos esetekben egy év a kiigazításra igen kevés idő. Főként egy elhúzódo dekonjunktúrában. Az e téren kialakítandó nagyobb flexibilitás szükségességét a Bizottság is felismerte, egyetértve a kutatókkal abban, hogy a „kivételes körülmények” klauzula (EDP) tágabb értelmezése belátásuk szerint is alkalmas eszköze lehet az elhúzódo visszaesések – vagy ahogy erre már példa is van: az átmeneti gazdaságok – okozta fiskális problémák rugalmasabb kezelésének.

Az államadósság és a fenntartható államháztartási folyamatok hangsúlyosabbá tételére is mind a kutatók, mind az EU felelős intézményei már többször tettek javaslatokat illetve utalásokat. A deficitre vonatkozó középtávú cél egyeduralja jelenleg a fiskális felvigyázás rendszerét. A rövid- és középtávon költséges, hosszú távon azonban kifizetődő strukturális reformok (pl. nyugdíjreform) felvállalását a jelenlegi szabályok nem támogatják. Pedig, többek között az előregedő társadalom miatt is, tanácsos hosszú távon gondolkodni. A korai figyelmeztetés eszközének alkalmazását e tekintetben is fontos lenne kibővíteni, tovább növelve ezzel a deficit és az adósság megítélésének szimmetriáját. Ugyancsak ezt szolgálná, ha hasonlóan a deficithez, közép ill. hosszú távú célként egy 60 százaléknál alacsonyabb államadósság szint elérését tűznék ki a tagállamoknak. A tagállamok a stabilitási és konvergencia-programjaikban mutatnák be az ennek elérésére vonatkozó terveiket, melynek betartását a Tanács ugyanúgy számon kérhetné. Coeure és Pisani-Ferry (2003) még arra is javaslatot tett, hogy az SNP analógiájára szülessen egy Fenntartható Államadósság Egyezmény (Debt Sustainability Pact). Számos olyan javaslat született továbbá, melyben a deficit számításánál figyelembe veendő tételeket veszik sorra. Így például Blanchard és Giavazzi (2003) azt az arany szabályt vezetné be, hogy az állami beruházásokat mindenkor vonják le a deficit értékéből, Eichengreen (2003) pedig a nyugdíj-, a munkaerőpiac és a költségvetési intézmények reformjának költségeire javasolja ugyanezt. Bizonyos mértékű közgazdasági racionalitás minden javaslatban van. A túlzott mértékű „kivételezés” azonban rendkívül bonyolult

helyzetet szülne, arról nem is szólva, hogy az ilyen jellegű változásokkal nehezen védhető az az álláspont, miszerint a Paktumot nem lazítani, hanem erősíteni akarják. Az opportunisták kormányzati magatartás pedig kétségtelenül nagyfokú kreativitáshoz vezetne. Véleményem szerint, ha sikerül a pénzügyminisztereknek valamelyik kérdésben kompromisszumra jutniuk, az talán a viszonylag egyszerűen szabályozható nyugdíjreform kérdése lesz. De a problémát legjobb volna más oldalról megközelíteni, mondjuk a középtávú célkitűzések, vagy a fenntarthatóság meghatározásának oldaláról.

A Lisszabon stratégia támogatásának előtérbe kerülése jogos és időszerű kérdés. Az abban lefektetett célok elérésének időközi értékelése – mely 2005-ben válik esedékessé, és kevés pozitív meglepetést tartogat – rá fog világítani arra, hogy sokkal több erőfeszítésre van szükség ahhoz, hogy a 2010-re kitűzött célokat megközelítsék. A strukturális reformokról már többször szó volt, ezúttal a Lisszaboni célok és a Paktum szemszögéből vizsgáljuk őket. A strukturális reformok helyzetére és jövőbeni céljaira összpontosító koordinációs folyamat és azok fiskális célokban való megjelenítése támogatandó ügy. Ehhez növelni kell az Átfogó Gazdaságpolitikai Iránymutatások és a stabilitási és konvergencia-programok összhangját is. Nem beszélve a nemzeti költségvetési folyamatokkal való összhang megteremtésének szükségességéről. Ezt részben a 2001-ben elfogadott új időrendi szabályok⁵ orvosolták. 2001-től ennek köszönhetően a tagállamok még a költségvetés elfogadása előtt, december 1-ig nyújtják be programjaikat. Korábban az év elején került erre sor, így az elfogadott költségvetés kevésbé tükrözte a majd egy évvel azelőtt elfogadott iránymutatásokat. Mostanra azonban kiderült, hogy ahhoz, hogy a többoldalú felvigyázás valóban egy hatékony, ex-ante koordinációs eljárás tudjon lenni, a programok beadási határidejét még előrébb kell hozni néhány hónappal – például nyár elejére, javasolja a 2004-es Államháztartási pénzügyek az EMU-ban című Bizottsági dokumentum. A Lisszaboni célok eléréséhez szükséges strukturális reformokat, versenyképességi és innovációs kérdéseket, pedig az Átfogó Gazdaságpolitikai Iránymutatásokban kell a tagállamoknak címezni. Akiknek aztán be kell tudniuk mutatni, hogy a kitűzött célokat milyen gazdaságpolitikai és finanszírozási eszközökkel tervezik elérni.

5. Összegzés

A Tanács által kijelölt, a SNP reformjára vonatkozó irányok és a 4.2-es *alpontban* tárgyalta megoldási alternatívák alapján a következő négy fontos következtetést lehet levonni a reform kimenetelét illetően. Az első, hogy három dolog biztosan nem változhat a fiskális politikai keretrendszerben: (i) – (ii) a Szerződés által a GDP arányában meghatározott államháztartási deficitre és államadósságra vonatkozó kritériumok (3% ill. 60%), valamint (iii) az az általános érvényű szabály, mely kimondja, hogy minden nemzeti hatáskörben lévő politikaterületen a döntés a Tanács kezében van.

A második következtetés szerint éppen az előző pontban írtak okán, a reformok egy nagy hányada arra irányul, hogy a deficit ill. az államadósság kritériumait a végrehajtási szabályok módosításával tegyék rugalmasabbá. A javaslatok sokszínűek, az elfogadott változtatásoknak azonban egyszerűnek és követhetőnek kell lenniük. Valószínűsíthető, hogy nagyobb hangsúlyt kap a jövőben a középtávú célkitűzések országspecifikus kialakítása. Szá-

⁵ Ld. Code of Conduct on the format and content of the stability and convergence programmes (July 2001)

mos technikai jellegű finomítással (statisztikai, könyvelési szabályok; előrejelzési kérdések stb.) elérik majd, hogy a kiskapuk köre jelentősen csökkenjen. Kevésbé valószínű azonban, hogy az államháztartási hiány számítása alól kikerülnek majd bizonyos hosszú távú célokat szolgáló tételek (pl. strukturális reformokra, beruházásokra fordított kiadások).

Harmadszor, az államadóssági kritériumot és folyamatokat illetően a deficitéhez hasonló operatív szerep látszik körvonalazódni mind a többoldalú felvigyázás, mind a Túlzott Hiány Miatti Eljárás vonatkozásában. Középtávú célként például meghatározhatnak majd egy 30 és 50 százalék közötti értéket, illetve előfordulhat ezután, hogy valamely tagállam azért kerül Túlzott Hiány Miatti Eljárás alá, mert államadóssága meghaladja a GDP 60 százalékát.

Végül pedig, nagy valószínűséggel sikerül arra a fontos problémára is megoldást találni, hogyan ösztönözzék a tagállamokat a konjunktúra időszakában költségvetési tartalékok képzésére. Ennek részletei egyelőre kevésbé ismertek, a kutatók azonban számos megoldási lehetőségre felhívták a döntéshozók figyelmét.

Felhasznált irodalom

- Blanchard, O. – Giavazzi, F. 2003: *Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment*. Unpublished.
- Buti, M. – Eijffinger, S. – Franco, D. 2003: *Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand design or international adjustment?* European Economy Economics Papers (European Commission), 180.
- Buti, M. – Giudice, G. 2002: Maastricht fiscal rules at ten: an assessment, *Journal of Common Market Studies*, 40, 5, 823–48. o.
- Eichengreen, B. 2003: *The Future of the Growth and Stability Pact*. CESifo Working Papers, 2.
- European Commission 2004: *Public Finances in EMU*. European Economy 3.
- Fatás, A. – Mihov, I. 2003: On restricting fiscal policy in EMU. *Oxford Review of Economic Policy*, 19, 1.
- Giavazzi, F. – Pagano, M. 1990: *Can severe fiscal adjustment be expansionary?* NBER Working Papers, W3372.
- Larch, M. – Salto, M. 2003: Fiscal Rules, Inertia and Discretionary Fiscal Policy. *European Commission Economic Papers*, 194.
- Mills, P. – Quinet, A. 2002 How to Allow the Automatic Stabilizers to Operate Fully? A Policymaker's Guide for EMU Countries. In: Buti, M. – von Hagen, J. – Martinez-Mongay, C. (szerk.): *The behavior of Fiscal Authorities: Stabilization, Growth, and Institutions*, European Commissions, 115–130. o.
- Strauch, R. – Hallerberg, M. – von Hagen, J. 2004: *Budgetary Forecasts in Europe – The Track Record of Stability and Convergence Programmes*. ECB Working Paper, 307.
- Von Hagen, J. – Hughes Hallett, A. – Strauch, R. 2001: Budgetary consolidation in EMU. European Economy, *Economic Papers*, 148.

Az önkormányzati hitelfelvétel lehetőségei és korlátai az Európai Unió országaiban

Halmosi Péter*

Az önkormányzatok finanszírozása az elmúlt években szinte valamennyi európai országban komoly problémákat vetett fel. A probléma összetett, hiszen a globalizálódó világ gazdaságában új feladatokkal kell szembesülnie az államnak, ami súlyponteltolódással jár együtt. Új típusú állami feladatnak tekintendő például az Európai Unió követelményeinek való megfelelés, ami a strukturális különbségek csökkentése érdekében a hangsúlyt a redisztribúcióra helyezi. Szintén változást jelent az ezredfordulón, hogy az állam nem a közszolgáltatások legfőbb előállítója, hanem azok megszervezője, és így az önkormányzatok is mint a központi kormányzat „megbízottai” látnak el közfeladatokat¹. Ezek a kihívások az állam kiadási szükségleteire ellentétes irányú hatást gyakorolnak: össze kell egyeztetni a hatékonyságjavítást szolgáló beruházások finanszírozási igényeit, illetve a fiskális restriktációt, mint versenyképesség-javító tényezőt. Eme ellentét feloldása nem célja jelen tanulmánynak, mivel azt csupán valamennyi ország mélyreható elemzése tenné lehetővé, a cél a változások keltette finanszírozási eszközök közötti súlyponteltolódás körülményeinek bemutatása.

Kulcsszavak: önkormányzat, hitelfelvétel, Európai Unió, finanszírozás

1. Globális kihívás

Az Európai Unió a hozzá fűzött jóléti remények valóra váltása érdekében a jelenleginél nagyobb mértékű redisztribúció végrehajtására fog kényszerülni a jövőben a US National Bureau of Economic Research álláspontja szerint. Az államháztartás felépítése, működésének szabályai olyannyira eltérnek az egyes országokban, hogy az az önkormányzati pénzügyek összehasonlító célú vizsgálatának lehetőségét radikálisan leszűkíti, ráadásul a fiskális politika továbbra is a tagállamok hatáskörében van, ezáltal az Unió legfeljebb iránymutatásokat adhat arra vonatkozóan, hogyan lehetne az önkormányzatok finanszírozási problémáján enyhíteni. Az elmúlt évtizedekben a tagállamok önálló koncepciók mentén igyekeztek a finanszírozás terén eredményeket elérni, a közelmúltban a figyelem középpontjába került számos empirikus vizsgálat azonban kimutatta: valójában ugyan azok a kihívásokkal szembesül valamennyi ország, így indokolt az egyes reformkezdeményezések hatását kielemezni, és a legjobb megoldások adaptálhatóságát megfontolni. Osborn és Gaebbler (1993), Poterba (1995) Borge (1996) kutatásai a közszolgáltatások mi-

* Halmosi Péter, egyetemi tanársegéd, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged).

¹ Bővebben lásd: Open Society Institute: Navigation to the market (szerk. Péteri Gábor és Horváth M. Tamás, Budapest, 2001).

nőségének fokozására, illetve az új típusú együttműködési lehetőségekre irányítottak az önkormányzati szektorban. Mivel a szükséges átalakítások állam általi finanszírozhatóságát a maastrichti konvergencia kritériumok alapvetően befolyásolják, logikusan merül fel az önkormányzati saját erőből történő finanszírozás alternatívája. Ezen a ponton azonban további problémákkal szembesülünk, mivel a hagyományos finanszírozási eszközök (normatív támogatások, illetve adó-, járulékbévételek, egyéb megosztott bevételek) nem biztosítanak erre megfelelő fedezetet. Az önkormányzatok pénzintézetek, illetve a tőkepiac felé történő eladósodása ezzel szemben számos európai országban járható útnak tűnik, jelentősége természetesen számos tényezőtől függ (közigazgatási–közszolgáltatói rendszer reformjának állapota, helyi önkormányzati gazdálkodás átláthatósága, forrásdecentralizáció mértéke stb.).

2. Az önkormányzati hitelfelvétel alapja: az egyensúlyi költségvetés

Az önkormányzatoknak valamennyi európai ország törvényei szerint egyensúlyi gazdálkodásra kell törekedniük. A törvényeknek való megfelelésen túl azonban, a Musgrave által a központi és a helyi kormányzat közötti feladatmegosztás is ezt tartja célszerűnek. Musgrave szerint a központi kormányzat feladatai a következők²:

- Jövedelem-újraelosztás,
- Stabilizáció,
- Regionális növekedés,
- Erőforrások elosztása.

A jövedelem-újraelosztás központi funkció, mivel léteznek ún. generáción belüli, illetve generációk közötti transzferek, amelyek leghatékonyabban központi szinten oszthatók szét. A szolidáris államnak feladatai közé tartozik az alacsony jövedelmű, és megtakarítással nem rendelkező társadalmi rétegek segítése *generáción belüli transzferekkel*. Ennek érdekében vagy költségvetési tartalékokat kellene felhalmozni, amelyekből a gazdasági ciklus teljes tartama alatt biztosítani tudja a szociális alapon járó szolgáltatásokat (ezt a módszert alkalmazták az amerikai államok), vagy hitelt kell felvennie, amelyhez pedig előfeltétel, hogy meggyőzően tudja bizonyítani a hitelező előtt, hogy képes kontrollálni saját eladósodását. Bár ezek működőképes alternatívák, a választók és az önkormányzati döntéshozók viselkedése a mechanizmus hosszú távú fenntarthatóságát veszélyeztetik³. A *generációk közötti transzferek* a nagy értékű, hosszú ideig működő beruházásokkal kapcsolatosan merülnek fel. Egy hulladék-feldolgozó üzem például minden bizonnyal több évtizedig képes gazdaságosan működni, így logikus az a feltételezés, hogy az igénybe vevő generáció fizesse meg, ne csupán az a generáció, amelyik a beruházást elindítja („pay as you use”-elv). Az önkormányzatok valójában folyamatosan csak olyan beruházásokat valósítanak meg, amelyek több generáció érdekeit is szolgálják (Buchanan 1997), így elfogadhatjuk azt az érvelést, hogy a beruházás megvalósításához szükséges (adó)terhet meg kell osztani a haszonélvezők között. A mai napig ez a hitelfelvétel mellett szóló egyik legerősebb érv!

A stabilizáció az eltérő gazdasági, társadalmi környezetben működő önkormányzatok eltérő alkalmazkodási képességének köszönhetően központi funkció. Az eltérő alkalmaz-

² Musgrave, R. A. (1959): *The theory of public finance*. McGraw-Hill, New York.

³ A lakosság konjunktúra idején jellemzően vagy jobb minőségű szolgáltatást vagy alacsonyabb adókat követel, amit a politikusok a bizalom megnyerésének eszközének tekintenek.

kodási képesség – a költségvetési hiány ezt súlyosbítja tovább – a beruházási intenzitásban idéz elő eltéréseket az egyes önkormányzatok esetében.

A regionális növekedés a strukturális deficitek növekedését idézi elő az adóverseny kialakulásának köszönhetően. Ennek káros hatásának kiküszöbölésére az egyensúlyi költségvetés megint csak alkalmasnak látszik, amennyiben a kedvezmények nyújtásának előfeltétele a működési szufficit, a kedvezmények mértéke pedig együttesen nem okozhat költségvetési hiányt.

Az erőforrások hatékony elosztása szempontjából is szükséges az egyensúlyi költségvetés, hiszen a választók döntéseik meghozatalakor azt a kormányzati alternatívát fogják preferálni, amelyik a legnagyobb haszonnal és a legkisebb költséggel jár – jelen esetben a lehető legolcsóbban a lehető legjobb minőségű közjóságokat kínálja a polgároknak. Bár negatívként hozzák fel a kormányzati beruházásokkal szemben a kiszorító hatást, mégis az egyensúlyi költségvetés a legjobb választ adja a kormányzati szektor méretbeli korlátozására, és így valamennyi országban ennek elérésére törekednek az önkormányzatok.

3. Az önkormányzatok hitelfelvételének szabályozása az Európai Unió országában

Az önkormányzati költségvetés egyensúlyának előírása azt jelenti, hogy a tervezett kiadásokat az egyéb saját bevételeknek, központi támogatásoknak és a felvett hiteleknek együttesen kell fedeznie. A legtöbb országban ezen túlmenően is vannak megkötések, amelyek leginkább a folyó tevékenységek hitelből történő finanszírozását korlátozzák, illetve néhány országban teljesen megtiltják. A folyó tevékenységekhez kapcsolódó hitelfelvétel ugyanis a törvényalkotó megítélése szerint veszélyeztetheti a kötelező önkormányzati feladatok teljesítését, kevésbé kontrollálható, illetve a tökélcélú kiadásokkal szemben többletbevételt egyáltalán nem hoz. Ráadásul a maastrichti kritériumok miatt a beruházások elől vonja el a forrásokat. Nem lehet azonban kategórikusan elzárkózni egyetlen országban sem még a folyó célú hitelfelvételtől sem, hiszen a fiskális képesség, regionális különbség, strukturális problémák időnként szükségessé teszik, ellenkező esetben ugyanis csőd be jutnának egyes önkormányzatok, ami a legtöbb európai ország politikusai számára elfogadhatatlan. Az egyensúlyi gazdálkodás tehát a hatékonyságot szolgálná, egyéb korlátozások miatt azonban az önkormányzatok deficitet realizálnak, amit már csak olyan hitelfelvétel képes megszüntetni, amely nem egyeztethető össze a törvényalkotó akaratával⁴ (Council of Europe 2002b).

Az önkormányzatok hitelfelvételével kapcsolatosan az eltérő történelmi fejlődés miatt jelenleg eltérő szabályozás van érvényben az egyes országokban. Franciaországban a hitelfelvételnek nagy múltja van, a felmerülő finanszírozási igények kielégítésére 3 bank szakosodott. Az egyensúlyi költségvetési elv itt törvényben rögzítve jelenik meg. A kamatfizetések a folyó-, a tőketörlesztések pedig a tőkekiadások között, elkülönítve jelennek meg. Az 1980-as években az országok eladósodása Franciaországot, és a francia önkormányzatokat is elérte: a negatív hitel-reálkamatláb miatt a megtakarítások visszaestek a szektorban. A

⁴ Végső soron tehát a hitel olyan finanszírozási eszköz, amelyért maga az önkormányzat felel, viszont csak a végső korlátot jelentő maastrichti kritérium küszöbének elérése esetén következik be a hitelfelvétel tényleges tilalma.

90-es évek elején a hitelfelvételi lehetőségek romlása miatt ismét a saját források jutottak nagy szerephez a beruházások finanszírozásánál (1981-ben 31%, 1990-ben 54% volt ennek aránya). 1992 után a romló makrogazdasági feltételek a működési többletek eltűnéséhez vezettek, ami ismét a hitelfinanszírozásra helyezte a hangsúlyt. Ennek aránya 1991-ben 33 százalék volt, 1995-ben már 40 százalék. Ekkor már valójában a megkezdett beruházások befejezéséhez volt szükség a hitelekre, az egyébként drága hitel a beruházásokra negatívan hatott. Újabb beruházási fellendülés csak 1997 után következett be. A francia szabályozás a maastrichti követelmények minél hamarabbi teljesítése érdekében az eladósodás szabályozására kényszerült. Mivel az önkormányzatok csődjét nem tartották kívánatosnak, a szabályozás folyamatos fizetőképességet írt elő az önkormányzatokra. Ez több mint az egyensúlyi költségvetés elvárása, mivel éven belül is biztosítani kell az egyensúlyt – hiány esetén 30 napon belül értékesítéssel, rövid lejáratú hitelfelvétellel eleget kell tenni a törvénynek. Mindenképpen kötöttebb tehát az önkormányzati gazdálkodás, másrészt viszont a hitelfelvétel eme célnak alá van rendelve.

A maastrichti kritériumok teljesítése Franciaországban megköveteli a törlesztő részletek szabályozását. Az önkormányzatok garanciavállalása a folyó bevételek 50 százalékáig terjedhet, ennél nagyobb kötelezettséget csak közcélú beruházásokkal kapcsolatosan vállalhatnak az önkormányzatok, feltéve, hogy teljesül az a feltétel is, hogy egy közszolgáltató vállalatért legfeljebb a folyó bevételek 10 százalékáig vállalhat garanciát (Local public finance in Europe 2004). A garanciák után céltartalékot kell képezni, ami viszont az éves adósságszolgálat 2,5–10 százalékában van maximalizálva (ennek mértéke az egyes önkormányzatok esetében eltérő). Sajátos helyzetet teremt azonban a beruházások amortizációja, ami a jelek szerint a rövid távú egyensúly előírásakor nem segíti elő az eladósodás hosszú távú befolyásolását. A rövid távú egyensúly szemlélete ugyanis azt sugallja, hogy azokban az években, amikor nagyobb költségvetési tartalékot sikerül realizálnia az önkormányzatoknak, akkor a beruházás hasznos időtartamától függetlenül nagyobb törlesztést hajtsanak végre. Tapasztalatok alapján ez a helyi autonómia oly mértékű sérülésével járna együtt, hogy a jogszabályok adta lehetőségekkel élve az önkormányzatok inkább a beruházások fizikai amortizációját választják a pénzügyivel szemben, így egyes években költségvetési többleteket, máskor viszont hiány realizálnak. A tanulmány elején részleteztem, hogy a politikai döntéshozók és a választó-adófizetők viselkedése a költségvetési tartalékok felélését okozza. Van azonban még egy probléma: a beruházások élettartama (mind fizikai, mind pedig pénzügyi) és időzítése eltérő. Ennek kamatterhe – nem beszélve egyes országokban az önkormányzatok külföldi hitelfelvételének engedélyezése miatt az esetleges árfolyam-kockázati teherről – szintén eltérő.

Az önkormányzatok hitelfelvételének szabályozása felveti azonban az adósságállománynak az egyes kormányzati szintek közötti megosztásának szükségességét. A legtöbb országban már megtörtént az elviselhető mértékű – értendő ezalatt az, hogy adósságspirált nem generáló – adósságteher-nagyság kialakítás. A folyamat hasonlóan ment végbe, mint a magyarországi bankprivatizáció: azon beruházásokhoz kapcsolódó adósságterhek, amelyek az önkormányzatoknál merültek fel, a központi kormányzathoz kerültek konszolidáció keretében. Ettől kezdve az önkormányzatoknak csak arra kell ügyelniük, hogy a korábbi és az aktuális adósság-, illetve garanciavállalási terhekre együttesen megállapított kvótát ne lépjék túl.

Németországban az újraegyesítés kapcsán szintén felmerült ez a probléma, hiszen adózási kapacitás alapján a keleti és a nyugati tartományok közötti különbség ötszörös (!)

volt (Geske 2003, 730. o.). Az egyébként is alultőkésített kelet-német tartományi közszolgáltató vállalatok e nélkül nem lettek volna képesek a szolgáltatási színvonalat javítani az Európai Unió fiskális követelményeit szem előtt tartva – nem is beszélve a reálkonvergenciáról (nem is beszélve a német föderális rendszer működésének válságáról: Dohnanyi 2002, 187–190. o.). 1993-ig a német önkormányzatok beruházási célú hitelfelvétele meredeken emelkedett, majd az 1994-es privatizációt követően a korábbi emelkedőben lévő adósságszint ismét csökkenni kezdett. Szakemberek részéről a hosszú távú fejlődés komoly problémájaként fogalmazódik meg, hogy a beruházási igények 2/3-a a helyi önkormányzatok szintjén jelenik meg. Ez a fiskális restriktcióval úgy egyeztethető össze, hogy a beruházási kiadások jelentős részét önkormányzati saját forrásból fedezik. A hitelfelvétel tehát csökkenő tendenciát mutat Németországban. Nem volt ez azonban mindig így: az 1960–1970-es években történt nagy összegű szövetségi állami hitelfelvételek a magasabb foglalkoztatási célokat szolgálták. Mivel az adósságteher leszorítás nem volt sikeres, indokolt volt, hogy a szövetségi állam részére nagyobb mértékű eladósodást engedélyezzenek. Németország példája jól mutatja, hogy az eltérő adózási kapacitású régiók felzárkóztatása kisebb helyi hitelfelvételi autonómiát tesz lehetővé. A jelenlegi gazdasági–fejlettségi különbségek meglelte indokolta tehát a racionálisabb gazdálkodást, költségvetési tartalékok felhalmozását. Rövid távon az önkormányzatok saját belátásuk szerint felvehetnek bankhitelt az önkormányzati folyó fizetési mérleg főösszegének 1–2 százalékáig. Ennek a célja elsődlegesen az adóbevételek ciklikus változásainak kiszűrése. A német önkormányzatoknak 5 évre szóló beruházási tervet kell készíteniük, amelynek megvalósítására csak meghatározott tartalékok felhalmozása esetén kapnak engedélyt a központi kormányzattól.

A költségvetési egyensúlyt Németországban is kötelezően előírják az önkormányzatoknak, a folyó és a tőkemérleg közötti átcsoportosítás azonban megengedett: egyik többlete fedezheti a másik hiányát. Ez azon a felismerésen alapszik, hogy bizonyos esetekben az önkormányzatok nem képesek az adóbevételek növekedésével megszüntetni a hiányt. Természetesen itt is előfordul, hogy egy önkormányzat költségvetése deficittel zár, ekkor azonban szigorú restriktcióval, önkormányzati vagyon értékesítéssel, szövetségi államtól kapott hitellel 2 éven belül visszaállítják az egyensúlyt – ez utóbbit a jövőbeli adóbevételek terhére folyósítja a szövetségi állam. Az önkormányzati folyó fizetési mérleg többlete elvileg elő van írva az önkormányzatok számára, ennek annyiban van gyakorlati jelentősége, hogy az éves költségvetési tervet csak olyan hitelfelvétellel hagyja jóvá a tartományi szint, amely biztosítja a költségvetési többletet.

A kormányzati szintek közötti eladósodás terén Ausztria előrébb jár: a központi és helyi kormányzati szintek közötti deficitet már 1996-ban felosztották. Az éves deficit 90 százalékával a központi kormányzat rendelkezik, a maradék 10 százalékkal, ami a GDP 0,3 százaléka pedig együttesen az önkormányzati szektor. Nem nevezhető azonban optimálisnak a megállapított szint, mivel magának a szövetségi szintnek a tényleges deficitje meghaladja a maastrichti szintet: az ország csak úgy tudja teljesíteni a GDP 3 százalékának megfelelő deficit-szintet, hogy az önkormányzati szektor folyamatosan megtakarít. Lényegében tehát a hitelfelvételi döntések meghozatalakor számításba kell venni, hogy mennyi lesz a szövetségi állam adott évi deficitje! Látható tehát, hogy bár szükséges a megosztás, annak kivitelezése nem egyszerű, és úgy tűnik, egyelőre nincs jó megoldás.

A dán önkormányzati rendszer a központi szint mellett megyei és községi szinteket különböztet meg. A kemény költségvetési korlát alapvetően a községi szinten szokott problémát okozni, a megyei önkormányzatok helyzete sokkal előnyösebb.

A dán helyi önkormányzatok nagyfokú autonómiát élveznek a gazdálkodást illetően (ezt részben csorbít az a tény, hogy a helyi szint saját jogú bevételeit a központi szint gyűjti be, hasonlóan, mint nálunk a gépjárműadó, amely a gyakorlatban burkolt központi támogatás). A saját bevételek az önkormányzati bevételek kb. $\frac{3}{4}$ -ét teszik ki (2002-ben 76 %, Bende-Szabó és szerzőtársai 2003). A hitelfelvétel azonban ezen belül erőteljesen korlátozva van: a bevételek döntő hányadát ugyanis a helyi szinten szedett személyi jövedelemadó- és földadóbevételek teszik ki.

A hitelfelvétel szabályozása rendkívül szigorú. A hitelfelvételt a Belügyminisztérium engedélyezheti az éves költségvetés jóváhagyásakor, míg azonban megyei szinten a tartós, közcélú beruházások nettó kiadásainak 25 százalékáig engedélyezett *automatikusan* a hitelfelvétel, addig községi szinten a közüzemi szolgáltatásokkal kapcsolatos beruházásokra, idős személyek gondozásával kapcsolatosan, energiatakarékossági és épületrenoválási célokra lehetséges hitelt felvenni, azonban *kizárólag központi kormányzati engedéllyel*.

A Minisztérium – az önkormányzatok éves költségvetésének jóváhagyásakor – dönthet úgy, hogy a kevésbé eladósodott (községi) önkormányzatoknak diszkrécionális hitelfelvételi jogot ad. Itt azok az önkormányzatok jöhetnek szóba, amelyeknél az éves adósságszolgálat a teljes éves kiadás maximum 30 százalékáig terjed. További feltétele azonban a pozitív pénzügyi eredmény, amelynek fenntartása az elmúlt években már komoly gazdálkodási problémákat vetett fel: viszonylagos automatikus jellege miatt a községi önkormányzatok erőteljesen preferálták, azonban a jogszabályok előírják, hogy elkülönített bankszámlán kezeljék az önkormányzatok a kamat-, osztalékbevételeket, ami átmenetileg likviditáscsökkenést eredményez. Amennyiben ez nem elegendő az igényelt hitelhez, az értékpapírok, tárgyi eszközök értékesítéséből befolyó pénzeket is le lehet kötni – ez az, ami a községi önkormányzatoknál már komoly gondot okoz: az elmúlt években a tőkeeszközök fogásához vezetett. A hitelfelvétel szigorú szabályozásának komoly okai vannak Dániában:

1. A politikusok közvetlenül felelnek a polgároknak, így csak azok a beruházások valósulnak meg (és csak azoknak a terhét kell viselniük az adófizetőknek), amelyekből ők is részesednek. Ez ugyan kiküszöböli a döntéshozók rövidtávú gondolkodását, azonban számos (köz célú) beruházás működési költségét megnöveli az egyensúlyi költségvetési gazdálkodás követelménye miatt. Ugyanis ekkor a beruházás költségeit előre meg kell takarítani, ami igen erős elkötelezettséget követel meg, hogy az adófizetők nyomása ellenére idő előtt ne csökkentse a szolgáltatások díjait. Ráadásul amennyiben az egyes régiókban eltérő beruházásintenzitás jellemzi az önkormányzatokat, a munkaerő mobilitását is akadályozza.
2. A dán törvények a hitelfelvétel korlátozását az egyébként nagyfokú helyi autonómia korlátozásának eszközeként kezelik. Enélkül azonban az országspecifikus gazdasági ciklusok nem jelezhetők előre, aminek káros hatását egyébként az állami beruházás-ösztönző lépések mérsékelhetnének. Megjegyzem, az EU-ban növekvő valószínűségű aszimmetrikus sokkok és a rendelkezésre álló uniós forrásoknak köszönhetően ennek hiánya remélhetően nem jelent majd komoly problémát.
3. A dán törvényalkotók komolyan félnek a „moral hazard” veszélyétől, vagyis a felelőtlen önkormányzati döntéshozattól.

A Maastrichti követelmények teljesítése érdekében erőteljes adósságsökkentő program indult be Dániában 1999-ben, aminek eredményeként az éves deficitet sikerült a GDP 3 százaléka alá szorítani.

Belgiumban az önkormányzati rendszer 3 szintű: tartományok, provinciák és községek. Az 1999-ben elindított konvergenciaprogram a bruttó adósság alacsonyabb kamatfizetésűvé történő lecserélését célozta, mivel az államadósság/GDP mutató a 90-es évek közepén jóval 100 százalék fölött volt. A központi kormányzat szintjén a program keretében az államháztartás elsődleges többletét 5,3 százalékban irányozták elő, biztosították a szövetségi állami kiadások értékállóságát, a helyi önkormányzatok szintjén pedig a helyi adóbevételeket a GDP növekedési rátájával összhangban növelték. A módosítások tehát inkább az adóterheltség fokozásának formáját öltötték.

A helyi önkormányzati szinten nem volt szükség a hitelfelvétel központi engedélyezésére (a helyi kiadásoknak az adósságszolgálattal kapcsolatos kiadások 16 százalékát tették ki), mivel a helyi autonómiát jelentősen kibővítették 1999-ben. Lehetővé vált ugyanis az üzletszerű bérbeadás, illetve legfeljebb 6 százalékos kiegészítő jövedelemadó szedése. Ennek a jövőben feltételezhetően nagy ára lesz az önkormányzatokra nézve: a maastrichti adósságkritérium megosztásának kialakításakor feltételezhetően az osztrák helyi önkormányzati szektorhoz hasonlóan itt is költségvetési tartalékokat kell majd felhalmozni, annak ellenére, hogy a helyi adósság a teljes államadósságnak csak kb. 5,8 százalékát teszi ki.

Angliában az önkormányzatok kiadásai az állami kiadásoknak csak igen csekély hányadát teszik ki (2001-ben 0,7%). A hitelfelvétel központi engedélyhez van kötve: a központi kormányzat a helyi szint tőkekiadásait mérlegelve dönt a kiegészítő mértékű hitelről, amely azonban alapvetően néhány területre összpontosul (pl. partvédelem, közlekedés-fejlesztés). Mint beruházásfinanszírozási eszköz a jövőben sem jut nagyobb szerephez, mivel a jelenlegi törvények sértik a helyi autonómiát (pl. az adósságrendezésre kötelezően fordítandó éves pénzösszeg nincs kapcsolatban az éves hitelfelvétellel, a hitelfelvétel célhoz kötött), és így előnyösebb a PPP-formában való beruházásfinanszírozás, amelyhez kapcsolódó kockázatsökkentést célzó előírások már megszülettek.

Svájcban a községi önkormányzatok hitelfelvételét a kantonok engedélyezik. Főszályként rövid lejáratú hitelt a kötelező költségvetési egyensúlyhoz, hosszú lejáratú hitelt pedig tőkekiadásokra lehet igénybe venni. A szabályozás merevnek tekinthető, mivel: amennyiben a kiadások év közben 5 százaléknál nagyobb mértékben meghaladják a tervezett bevételeket az alkotmány az adókulcsok növelésére kötelezi az önkormányzatokat. Az éves költségvetési terv jóváhagyásakor a hitelfelvételt is jóváhagyják a kantonok, azonban az önkormányzatoknak nem kell pénzügyi tervet készíteniük az évről, a döntéshozók nem tesznek különbséget pótló és új beruházások között, továbbá nem szankcionálhatják a községi önkormányzatokat, amennyiben nem tartják be a gazdálkodási előírásokat.

Norvégiában az önkormányzati rendszer igen centralizáltnak tekinthető: a közszolgáltatások $\frac{2}{3}$ -át nyújtják az önkormányzatok, ezzel szemben viszont a bevételek közel 40 százaléka központi támogatás, a saját bevételek nagy része pedig megosztott bevétel (helyi adóbevétel a teljes adóbevétel 45%-a). A merev önkormányzati szabályozás ellenére a második világháború óta nem volt válság, az önkormányzati csőd fogalmát a jogszabályok nem ismerik. Ennek oka (Poterba 1995) a beruházási tevékenység magasán tartása. A költségvetési egyensúly ex ante elő van írva, amennyiben deficit keletkezik, 4 éven belül kell azt megszüntetni. A merev szabályozáson a közelmúltban több ponton is enyhítettek: az adókulcsok és a forráshiányos önkormányzatoknak juttatott központi támogatás mértékét azo-

nosan állapítják meg, így a gazdasági ciklus szakaszainak megfelelően arányosan több vagy kevesebb bevétellel rendelkezik minden önkormányzat. Szintén a finanszírozás liberalizálásának irányába mutat, hogy 2000-től a hitelfelvétel központi kormányzat általi engedélyezése csak azon önkormányzatoknál van előírva, amelyek korábban jellemzően deficitesek voltak. Erre egyébként számos példa van: az önkormányzatok 18 százaléka zárja a költségvetési évet hiánnyal, elindítva a 4 éves restrukturálási tervet. Pozitívként értelmezendő a szabályozás azon eleme, amely Borge 1996-os empirikus vizsgálatán alapul (a deficites és nem deficites önkormányzatok bevételnövekedései nem térnek el egymástól lényegesen, illetve, hogy a segélyek csökkentése a deficitet rövid távon 40 százalékkal, hosszú távon 20 százalékkal, az adóbevételek csökkentése viszont rövid távon 80 százalékkal, hosszú távon 40 százalékkal növeli). Ennek megfelelően az önkormányzati forrásszabályozás a korábban említett, gazdasági ciklushatást mérséklő hatás recesszió esetén a hátrányosabb helyzetű önkormányzatokat segíti jobban – ez a jellemzően fejletlenebb területeken pedig gazdaságilag indokolt is.

Olaszországban 1973-ig a folyó tevékenységekhez is lehetett hitelt felvenni, jelenleg azonban csak a tőkekiadásokra. A szabályozás változtatásának oka az időközben letisztult önkormányzati feladat- és forrásszabályozás volt. Egy 1977-es szabályozás szerint a rövid lejáratú hitelfelvételt a folyó tevékenységek bevételeinek 25 százalékáig lehetett igénybe venni, maximálisan 3 hónapra.

Kelet-Európában az 1990-es években a közszolgáltatások minőségének javítása miatt a deregulációban és a privatizációban látták a megoldást. Ezekben az országokban ugyanis a közszolgáltatások széles köre és az alultőkésítés következtében sem kormányzati, sem pedig helyi szinten nem voltak források az átalakításokra. A fejlesztéseket a külföldi befektetők valósították meg, azonban az évtized végére minden EU-tagjelölt országban megteremtődtek a törvényi és gazdasági feltételei a hitelfelvételnek. Lettországból 2002 végéig minden önkormányzati vállalatot átalakítottak gazdasági társasággá, ezzel párhuzamosan a központi kormányzat által folyósított támogatásokból (2000-ben a GDP 5,3 százalékát fordították erre a célra) önkormányzati fejlesztéseket valósítottak meg. A hitelfelvétel előfeltétele a helyi tanács támogatása, ezt azonban folyó kiadásokra is igénybe lehet venni, amennyiben a megtakarításokat eredményez (pl. önkormányzati üzemanyag vásárlás).

Lengyelországban az önkormányzati hitelfelvétel engedélyezése a GNP-hez viszonyított államadósság alakulásától függ. Az éves adósságszolgálat az éves bevételek 15 százalékáig terjedhetnek, amennyiben az államadósság a GNP 55 százalékát nem éri el, illetve 12 százalékáig, amennyiben azt meghaladja. A 60 százalékos küszöb elérése esetén új hitel felvétele nem engedélyezett. Ezekben az országokban tehát a maastrichti konvergencia kritériumok alakítják a tényleges önkormányzati hitelfelvételt.

4. Összefoglalás

Bár az eltérő történelmi, illetve jogszabályi fejlődés miatt eltérő pályán mozognak az európai országokban az önkormányzatok, elmondhatjuk, hogy hitelpiaci szabályozásukban hasonló vonások fedezhetők fel. Kiemelném a folyó és a beruházási tevékenységek megkülönböztetését, az egyensúlyi gazdálkodást, illetve a hitelfelvételt, mint általános célú finanszírozási eszköz elérhetőségét. Az Európai Unió – ahogyan azt a fenti nemzetközi tekintés is bizonyítja – a nemzeti szintű közigazgatási reformfolyamatokba nem avatkozik

ugyan bele, a teljes kormányzati szektorra vonatkozó hitelfelvétel és garanciavállalás korlátozásával új, sürgősen megoldandó problémák elé állítja a tagországait. Számos tagállamban – így az újonnan csatlakozott országokban – sincs megoldva a kormányzati szintek közötti deficitmegosztás. Erre pedig a közszolgáltatások színvonalának megtartása, és az önkormányzati beruházási hajlam szinten tartására nagy szükség van.

Felhasznált irodalom

- Bende-Szabó G. – Szalay T. – Péntek L. (2003): *Az önkormányzati pénzügyek európai uniós aspektusai*. Municipium Magyarország Alapítvány, Budapest.
- Council of Europe (2002a): *The risks arising from local authorities financial obligation*. Local and regional authorities in Europe, No. 76. Council of Europe Publishing, Strassbourg
- Council of Europe (2002b): *Recovery of local and regional authorities in financial difficulties*, Strassbourg
- Council of Europe (2002c): *Recovery of local and regional authorities in financial difficulties*, Strassbourg
- Local and regional authorities in Europe*, No. 77. Council of Europe Publishing, August 2002
- von Dohnanyi, K. (2002): Reformstau durch Föderalismus. In: *Wirtschaftsdienst*, 2002/4, HWWA, Hamburg 187–190. o.
- Geske, O.-E. (2003): Erwartungen an eine Neuordnung des deutschen Föderalismus. In: *Wirtschaftsdienst*, HWWA, Hamburg 2003/11, 721–731. o.
- Lane, J. E. (2002): *Public sector reform*. Sage Publication, Svájc
- Oxford University Press (2004): *Local public finance in Europe*. Oxford
- Musgrave, R. A. (1959): *The theory of public finance*. McGraw-Hill, New York.
- Péteri G. – Horváth M. T. (szerk.) (2003): *Navigation to the market*. Budapest, LGI books.
- Wicksell, K. (1954). *Lectures on Political Economy*, Vol. 1. Routledge & Kegan Ltd., London 1951 (1934)
- www.b-m.hu/idea/

„Globalizációs” kihívások és a magyar pénztörténet

Kovács György*

Tanulmányunk a magyar pénztörténet három kitüntetett szakaszával kíván foglalkozni, három olyan korszakkal, amikor – az adott kor viszonyainak tükrében természetesen – ún. „globalizációs kihívással” találta magát szemben a magyar „gazdaságpolitika”. E három korszak azon közös vonás alapján került kiválasztásra, miszerint a magyar gazdaságpolitika helyes választ volt képes adni ezen évekig, illetve évtizedekig elhúzódó európai pénzügyi válságok idején, alapozva Magyarország közép-európai nagyhatalmi státusára, illetve a közép-európai diplomáciai játéktérben betöltött szerepére. E három általunk tárgyalt korszak az alábbi: Károly Róbert illetve Bethlen Gábor kora, valamint a XIX. sz. utolsó harmada. Természetesen voltak jelentős pénzügyi válságok az európai pénztörténetben e három időszakon kívül is, elegendő gondolnunk a XI–XII. század európai pénzügyi hullámára, a francia forradalom és a napóleoni háborúk minden korábbi korszakot felülmúló inflációs problémáira, illetve az 1929–33-as gazdasági világválság európai pénzügyi rendszert megrendítő hatására, mely válságok Magyarország életében is sok problémát okoztak, de ezen korszakokban a magyar „pénzügypolitika” nem volt képes megfelelő választ adni e kihívásokra s évtizedekig elhúzódó válságjelenségekkel volt kénytelen szembesülni az ország.

Kulcsszavak: pénztörténet, globalizáció, pénzügyi válság, aktív gazdaságpolitika

1. A XIV. századi európai aranyválság és Károly Róbert pénzreformja

A XIII. század második felében IV. Béla államháztartási reform-kezdeményezései továbbra is a patrimoniális királyi hatalom megerősítésére építve, a domaniális bevételekre alapozódtak, a kor követelményeinek mindinkább megfelelő regálegazdaság kiépítése Károly Róbertre maradt. Természetesen a század első feléhez képest jelentős szerepnövekedés figyelhető meg a regalitások területén, így különösen a vámregále vonatkozásában – a kereskedelmi forgalom fellendülése nyomán – a vásári helypénz jellegével bíró vásárvámnak 1 százalékos forgalmi értékvámmá történő átalakulása során; hasonlóképpen a bányaművelésből származó regálejövedelmek növekedését szolgálta a bányaszabadság elve érvényesítésével a bányavárosoktól beszedett urbajövedelem bevezetése is. A rendezetlen pénzviszonyok kereskedelmet akadályozó jellegének felismeréséből következtek a pénzviszonyok konszolidálására irányuló kezdeményezései is, melynek eredményeképpen a korábbinál jobb és stabilabb pénz veretésére rendezkedett be, de elődeihez hasonlóan ő sem szakított a pénzűjtés káros intézményével – ami különösen azért kárhoztatható, mert e korban már volt példa a pénzűjtés rendszerét kiküszöbölő pénzpolitikára, ráadásul a Magyar Királyságon

* Kovács György, egyetemi adjunktus, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged).

belül, a szlavón bánság területén¹ – így a veretlen ezüst forgalmát nem tudta teljesen kiküszöbölni, illetve a bécsi denárok egyre növekvő pénzforgalmi szerepével is szembesülni kényszerült.² Gazdaságpolitikája viszont alapvetően – a várbirtokok visszaszerzésére irányuló akciói, a Felvidéken, Erdélyben illetve a Kiskunságon végrehajtott agrikultur telepítés tükrében – a mezőgazdasági szempontok dominanciájáról árulkodik, pedig be kell látnunk, hogy e korban a nemzeti vagyoni túlnyomó része már a világi és egyházi nagybirtokosság kezében összpontosul, illetve e korra tehető a nemzeti közösségek bomlása nyomán a területileg szerveződő köznemesség politikai tényezővé válása, ami egyértelműen jelzi, hogy a patrimoniális királyság rendszerét egyre inkább a rendi állam váltotta fel, így a gazdaságpolitikában is törvényszerűen be kellett következnie a domaniális államháztartásnak a regálegazdasággal történő felváltásának. IV. Béla – nála kevésbé koncepciózus – utódai idején így ezen átmeneti javulást eredményező fél-reformot követően törvényszerűen következett be a középkori magyar államháztartás és a pénzrendszer teljes szétzilálódása, melynek rendbehozatala majd Károly Róbertre várt.³

Károly Róbert uralkodásának első fele – a XIV. sz. elején teljesen szétzilálódott államhatalom következményeként – a katonai hatalom megerősítése, a politikai konszolidáció jegyében telt el, de a tartós stabilizáció és a nemzet megerősödése értelemszerűen követelte a gazdasági konszolidáció végrehajtását, az államháztartás stabilizációját is. Ugyanakkor a XIII–XIV. század fordulójára az európai pénztörténetnek is igen érdekes és válságos korszaka, mely válság teljesen nem is vonatkoztatható el a magyar gazdasági élet megrendülésétől.

A középkori európai pénzrendszerek a XII. századig ezüstvalután nyugvó rendszerek voltak, a viszonylag korlátozott kereskedelmi forgalom igényeit ki tudván elégíteni a denár-rendszeren nyugvó pénzforgalom, illetve a X–XII. században jelentkező fokozott mértékű pénzrontás idején sok esetben az ezüstrúdvaluta alkalmazása. A XII. században a keresztes hadjáratok során a külkereskedelmi forgalom jelentős fellendülése figyelhető meg, aminek nyomán Itáliába igen jelentős mennyiségben áramlanak be a növekvő mértékű forgalom könnyebb lebonyolítását biztosító aranypénzek, bizánci, illetve arab pénzverők jóvedelmét gyarapítván. Igen gyorsan megszületett azon felismerés, hogy mind az értékes kereskedelmi pénzek biztosítása, mind a pénzverésből származó jóvedelmek növelése az aranypénzek belföldön történő veretésével valósítható meg, így először 1252-ben Firenzében indul meg az állandó súlyú és finomságú aranyforintok (fiorino d'oro) veretése, majd gyorsan elterjedvén a felismerés, Franciaországban (1254), Angliában (1257), Velencében (1284, ducato d'oro) és más itáliai államokban is megjelenik az aranypénzek veretése, mely aranypénzek közül a firenzei forint és a velencei dukát évszázadokon át kitüntetett szerepet játszik majd az európai pénztörténetben.⁴ Az aranypénzek megjelenése az európai pénzrendszer stabilizálódásával járt, ami természetesen nem jelentette az ezüstpénzek forgalmából történő kiszorulását, hiszen minden európai országban a kisebb értékű belső forgalom lebonyolítására továbbra is az ezüstpénzek maradtak forgalomban – illetve e korban terjednek el a nagyobb értékű és stabil súlyú és finomságú ezüstpénzek, a garasok is –, de ezen kettős valutarendszer fenntartása megkövetelte az arany- és ezüstpénzek stabil értékárnyának fenntartását is. Az európai aranypénzverés folytatásához az alapanyagot természe-

¹ Hóman 1916. 452–455.

² Hóman 1916. 328.

³ Hóman 1921. 22–24.

⁴ Hóman 1921. 81–82.

tesen nemcsak a Keletről beáramló arany szolgáltatta, hanem az európai aranytermelésben kiemelkedő szerepet játszó Magyarország is. Az alábbi táblázat mutatja a XIII. sz. második fele arany- és ezüsttermelésének megoszlását a világ különböző országai között, melyből látható, hogy a világ aranytermelésének közel harmadát a magyarországi bányák biztosították.

1. táblázat. A világ arany- és ezüsttermelésének megoszlása a XIII. sz. második felében (kg)

Ország	Arany	Ezüst
Afrika	2000	–
Magyarország	1000	10000
Csehország	100	15000
Szilézia	100	3000
Meissen	Jelentéktelen	4000
Németország egyéb területei	Jelentéktelen	4000
Skandinávia	Jelentéktelen	1000
Egyéb európai országok	Jelentéktelen	6000
Összesen	3200	43000

Forrás: Hóman 1921. 150.

Az aranybányászat ilyen mértékű felfutása természetesen szoros összefüggésben áll a IV. Béla által bevezetett bányászati reformokkal, nevezetesen a már korábban említésre került bányaszabadság elvének érvényesítésével. A jelentős mértékű aranybányászat a magyar külkereskedelmi mérleg alakulásával mutat szoros összefüggést. E korban a nemesfémek kivitele teljesen szabad volt, tehát a Magyarországon megforduló kereskedők korlátlanul kivihettek veretlen nemesfémeket a Magyarországra exportált áruik ellenében, ami viszont a magyar gazdaság fejletlenségével áll szoros összefüggésben, hiszen e korban a magyar gazdaság még nem rendelkezett megfelelő árualappal, mellyel felléphetett volna az európai termékepiacokon, így az import finanszírozása a nemesfémkivitellel volt biztosítható. A XIII–XIV. sz. fordulóján a korábban stabil arany–ezüst értékarány (1:9,5, 1:10) viszont felborult, amire elvileg már a XIII. sz. folyamán számítani lehetett volna a fokozódó cseh, magyar, meissen és sziléziai ezüsttermelés és a növekvő itáliai aranykereslet tükrében. Az ezüst elértéktelenedése ekkor még nem következett be, egyrészt tekintettel arra, hogy a növekvő európai belkereskedelmi forgalom az ezüst iránti keresletet is növelte, s fokozta a problémákat, hogy Csehország és Meissen felfüggesztette az ezüst korábbi szabadforgalmát, s csak ezüstérme formájában engedélyezték az ezüstkivitelt (mely módszer tanulságokkal szolgál a későbbi magyar gazdaságpolitika számára is), így megdrágítva a nyugat-európai államok számára az ezüstellátást, másrészt az aranykínálat jelentős növekedése figyelhető meg mind a Keletről származó, mind a magyarországi arany vonatkozásában. A századfordulón viszont az aranykínálati viszonyokban jelentős változás következik be: egyrészt a mohamedánok elleni gyűlölet fellángolásával, az új keresztes hadjáratra készülődés jegyében pápai tilalom lett kimondva a muzulmánokkal történő kereskedelemre, melynek eredményeként a keleti kereskedelem igen ellanyhult, így a nyers arany egyik fő forrása, az Egyiptomon keresztül beáramló afrikai arany elapadt, másrészt az Árpád-ház kihalását követően

Magyarországon fellépő interregnum idején a gazdasági viszonyok szétzilálódásának, így az aranybányászat visszaesésének lehetünk tanúi, illetve a bizonytalan politikai viszonyok között értelemszerűen a külkereskedelmi forgalom is jelentős mértékben visszaesett, melynek eredményeként a magyar aranyforrások is elapadnak a nyugat-európai országok számára. Ennek eredményeként a korábban évszázadokon át stabil arany–ezüst értékarány a XIV. sz. első felében jelentősen emelkedett, területenként változóan 1:13,6–1:15,9 közötti szintre.⁵

A fenti előzmények után a magyarországi politikai stabilizálást követően hajtja végre „államháztartási reformját” Károly Róbert, melynek keretében történik meg az áttérés a korábbi domaniális államháztartás rendszeréről a regálegazdaság rendszerére. Társadalomtörténeti szempontból sem mellékes, hogy Károly Róbert politikai és gazdasági konszolidációja a nagybirtokos társadalom és a polgárság közötti egyensúly kialakítására törekedett, hiszen a korábbi domaniális rendszerben mind a gazdasági erő, mind a katonai hatalom a királyi birtokokon nyugodott, s a királyi birtokrendszer bomlásával fontossá vált, hogy az uralkodó ne kerüljön túlzott függésbe a nagybirtokos arisztokráciától, melynek banderiális hadseregére épülve a katonai védelem, elkerülendő volt a gazdasági hatalomnak is e társadalmi rétegre alapozódása. Így válik fontos szemponttá a Károly Róbert-i gazdaságpolitikában a polgárság gazdasági erejére, a városok adózási képességére, a kereskedelem fejlesztésére, s ennek alapján a regálegazdaság kiépítésére irányuló törekvés. (A polgárságra, annak gazdasági megerősödésére történő támaszkodás a későbbi történeti korszakok esetében, pl. Bethlen Gábor számára is iránymutató lehetett volna.) Gazdasági reformjának fontos szegmensét jelentette pénzreformja, melynek keretében több pénzreformról is beszélhetünk (1323., 1325., 1329., 1338.), de a folyamat lényegét két momentumban ragadhatjuk meg: egyrészt az európai pénzforgalomban a következő évszázadokban meghatározó szerepet játszó aranyforintok bevezetésében, s ezzel párhuzamosan a belföldi pénzforgalomban fontosabb szerepet játszó ezüstdenárok értékállandóságának biztosításban, (szoros összefüggésben a középkori pénzrendszer fő problémáját jelentő pénzüjtás intézményének eltörlésével, s helyette a portális adó bevezetésével), másrészt a nemesérc-kiviteli tilalom és kötelező beváltás intézményében. A pénzügyi rendszer stabilizálása ugyan nagyon fontos lépés volt, hiszen a stabil pénzrendszer nélkül nem képzelhető el a bel- és külkereskedelmi forgalom fellendítése, s így a regálegazdaság kiépítése, de véleményem szerint ennél még inkább meghatározó szempont volt a kitermelt nemesérceknek a királyi finomítóházakba történő kötelező beszolgáltatása, s a nemesérc-kiviteli tilalom bevezetése, melynek eredményeként a külföldi kereskedők csak aranyforintok formájában vihették ki az országból a nyugat-európai országokban egyre jelentősebb mennyiségben igényelt aranyat. (Ezáltal megfontolva a Csehországban már korábban az ezüstérc vonatkozásában megvalósított kiviteli tilalom eredményeit.) Ugyanis e korszak vonatkozásában is kérdés, hogy mely tényező a meghatározó a gazdaságpolitika kedvező alakulása vonatkozásában. Mindenekelőtt a politikai konszolidáció vezethet egy sikeres államháztartási reform kivitelezéséhez, mely államháztartási reform viszont nem feltétlenül biztosít megfelelő jövedelmet (így a regálejövedelmek növekedése pl. külső forgalmi vámokból, városi adókból tulajdonképpen csak kompenzációt nyújt a csökkenő királyi birtokállomány – elsősorban a várbirtokállomány – miatt a domaniális jövedelmek vonatkozásában bekövetkező csökkenésért), de a növekvő mértékű regálejövedelem is csak akkor ér valamit, ha értékes és stabil pénz formájában realizálódik. A jövedelem igazi forrása a pénzügyi reform révén képződő jövedelem: a ne-

⁵ Hóman 1921. 122.

mesérc-kiviteli tilalom és a kötelező beváltás a finomító házakban, mely egyrészt jelentős – ezüstmintegy 35–36 százalék, aranyból 40 százalék⁶ – jövedelmet biztosít, másrészt magasan tartja az európai aranyárat, így mind a „magán”, mind az „állami importőrök” számára jelentős előnyt biztosít – modern terminológiával élve: a korábban már jelzett jelentős importtöbblet a felértékelte valuta irányába mozdítja el a monetáris politikát. Ráadásul az import meghatározó része „állami”, pontosabban a királyi udvar igényeihez kapcsolódik, tehát a felértékelte valuta elsődleges élvezője is az államháztartás, a sikeres pénzreform és államháztartási reform együttes kedvező hatása érvényesül, így a magyar gazdaságpolitika sikeresen aknáztta ki az európai aranyválságban rejlő lehetőségeket.

2. Az első nagy európai infláció és Bethlen Gábor gazdaságpolitikája

Bethlen Gábor gazdaságpolitikájának előzményeit tekintve megállapítható, hogy a korabeli magyar nemzetgazdasági gondolkodás legfontosabb jellemzőjeként gyakorlatorientáltságát emelhetjük ki, e korban elmélet és az alkalmazott gazdaságpolitika nem vált ketté, így a kor gazdasági gondolatai leginkább törvényekben, törvénytervezetekben, városok és falvak jegyzőkönyveiben, a gazdálkodásról szóló szak- és népszerűsítő irodalomban érhetőek tetten.⁷ Kautz Gyula is felhívja a figyelmet arra, hogy a XVI–XVII. században vannak ugyan érintkezési pontjai a hazai nézetkörnek az európai irányzatokkal, de eszméink s ezeken alapuló intézményeink következetesen összefüggő s gyakorlati alkalmazásba vett egésszé még sem alakulnak, így például a merkantilista tendenciák sem emelkedtek olyan kizárólagos irányzattá, mint pl. Colbert vagy Cromwell hazájában.⁸ Az állami gazdaságpolitika megítélése szempontjából fontos dokumentumként értékelhetőek a fejedelmi proposíciók és az országgyűlési határozatok, melyek különösen az adókievetés vonatkozásában bírnak jelentőséggel, de az országgyűlési határozatok között szerepelnek egyéb gazdasági ügyek is, pl. birtokügyek, árszabályozás, kereskedelem, bányászat, pénzverés, mértékegységek stb., de sokkal ritkábban jelenik meg az adó számbavétele és elszámolása.⁹ Ugyanakkor fel kell hívni a figyelmet arra, hogy az országgyűlés tárgyköreiben a gazdasági ügyek túl nagy súlyt sosem képviseltek, a fejedelmi adminisztráció mindig is meghatározóbb szerepet játszott e tárgyakban, az országgyűlés számvevői szerepe pedig szinte teljesen elhanyagolható volt.¹⁰ Bethlen fejedelmi elődeit tekintve megállapítható, hogy a magyar nemzetgazdasági irodalom első, önálló közgazdasági munkaként értékelhető alkotása Báthori Istvánnak az erdélyi Hármaskör Tanácsához 1583. szeptember 7-én írott levele,¹¹ melyben a lengyel királyi trónt betöltő s az Erdélyi Fejedelemséget kormányzó tanács útján irányító Báthori arra hívja fel a Hármaskör Tanács figyelmét, hogy amennyiben Erdélyben csak nagy értékű érméket (aranyforint, ezüsttallér) vernek, aprópénzt pedig nem, akkor az lesz a következménye, hogy az aprópénzeket a napi pénzforgalom lebonyolításához külföldről kell beszerezni, mégpedig a nagy értékű aranyforint illetve ezüsttallér fejében, s ha e folyamat túlzottan felerősödik, akkor a nagy értékű pénzek hiánya fog bekövetkezni. Tehát a később Gresham-törvényként ismertté

⁶ Hóman 1921. 129.

⁷ Bekker 2002. 42.

⁸ Kautz 1868. 50–51.

⁹ Somai 2001. 12.

¹⁰ Trócsányi 1976. 142–153, 174–175.

¹¹ Bekker 2002. 42.

vált összefüggés – azzal a különbséggel, hogy nem az azonos címletű, de kisebb nemesfém tartalmú aprópénz szorítja ki a jobb minőségű aprópénzt, hanem a napi pénzforgalomban könnyebben alkalmazható aprópénz a nagy értékű pénzt – került századokkal korábban megfogalmazásra. E korban a rossz minőségű lengyel aprópénzek elárasztották a környező országokat, így Magyarországot és Erdélyt is s a magas nemesfém tartalmú nagy értékű pénzek Lengyelországba áramlásával nagy kárt okoztak ezen országok államháztartásának, gazdasági életének. A fejedelem levelében azon javaslattal is előáll, hogy az erdélyi aprópénzverés felfuttatásával növeljék meg az aprópénzek kínálatát, ezzel felerősítvén kiáramlását s ezzel párhuzamosan az aranypénzek és ezüsttallérok beáramlását, s a külföldről származó jövedelmek növelését javasolja a kereskedelem fellendítésével.¹² A korszak Európájában eluralkodó merkantilista irányzathoz – mely exporttöbblet révén nemesfémpénz beáramlására törekedett s ennek érdekében fejlesztette a hazai mesterségeket – közelállónak tekinthető ezen, a nagy értékű nemesfémmérmék iránti figyelem, de ekkor illetve még Bethlen Gábor idejében is csak a fejedelem ún. „ösztönös vagy gyakorlati merkantilizmusáról” beszélhetünk, a merkantilizmus elvi alapjainak lefektetéséről nem.

Bethlen Gábor gyakorlati merkantilizmusa értékeléséhez néhány gondolat erejéig érdemes kitérnünk a korabeli fejedelmi gazdálkodás bemutatására. Így az állami bevételek növelése érdekében fejlesztette a bányászatot, iparos- és bányász népességet telepített be, a főbb exportcikk (szarvasmarha, ló, bőr, méz, viasz, higany, vas, réz) külföldi forgalmazására állami monopóliumot vezetett be, melynek eredményeként helyreállította az államháztartás egyensúlyát, illetve aktívabb – pontosabban kevésbé passzív – külkereskedelmi mérleget kívánt biztosítani az évszázados erősen passzív külkereskedelmi hagyományokkal szemben. Bethlen Gábor merkantilista gazdaságpolitikája, az exportteljesítmény fokozása az állami monopóliumok segítségével tulajdonképpen az első kísérletként értékelhető az importigény nem alapvetően aranykészletekkel történő megoldására. Bethlen Gábor idejében szintén jelentős még az aranykitermelés – bár az amerikai nemesfémek nyugat-európai megjelenésével csökkenő jelentőséggel bírt nemzetközi viszonylatban a magyar aranytermelés –, mégis fontos az exportképes árualap előállítása, s nem csak az aranykivitellel volt biztosítva az importszükséglet, pl. a 30 éves háború miatt jelentős fegyverimport finanszírozása. Ez szoros összefüggésben van két tényezővel: egyrészt a merkantilizmus szellemében e korban minden uralkodó a nemesfémek beáramlását tekinti gazdaságpolitikája sikeressége legfontosabb jelének, másrészt a török fenntarthatóság jelentős mértékű adóelvonással járt, ami éves szinten kezdetben 10000–15000, majd az Erdélyi Fejedelemség utolsó korszakában már 40000 aranyforintra volt tehető, így a török adóteher léte tulajdonképpen az export ösztönzőjeként is felfogható.¹³ Természetesen arról sem szabad megfeledkezni, hogy az adó mellett – a békességi áráként – annak többszörösét kitevő ajándék is terhelte a fejedelemséget, melynek értéke egyes években akár a 300000(?) aranyforintot is elérhette.¹⁴ Az export fejlesztésének eredményeként azt azonban – mind a középkori előzmények, a gazdaság exportorientált fejlesztésének évszázados hiánya, mind a világgazdasági feltételek, a gazdasági erőközpontok európai átrendeződése következtében – nem tudta elérni, hogy a kivitel szintje elérje a behozatalét, az azonban mégis eredményként könyvelhető el, hogy amíg a XVI. század végén az export mintegy negyedét tette csak ki az importnak, addig

¹² Bekker 2002. 53–54.

¹³ Honvári 1996. 162.

¹⁴ Imreh 1992. 11.

uralkodása első évtizedének végén már felét, illetve egyes becslések szerint a 30-as években már megközelítette a kivitel a behozatal mértékét.¹⁵ A kivitel vonatkozásában azon fejedelmi rendelkezésről sem szabad megfeledkeznünk, melynek értelmében a görög – és egyéb balkáni, pl. rác, bosnyák, albán – kereskedők a behozott árucikkeik fejében kapott jó erdélyi pénzt nem vihették ki, hanem el kellett költeniük az országban, amely két szempontból is pozitív irányba hatott: egyrészt az exportot fokozta a fejedelmi kivitel mellett, másrészt a jó minőségű, magas nemesfémtartalmú erdélyi pénz nem áramlott ki az országból. Ugyanakkor az export vonatkozásában két problémára fel kell hívunk a figyelmet: egyrészt alapvetően keleti irányú, Moldva, Havasalföld, illetve az Oszmán Birodalom felé irányuló, s csak uralkodása második felében indul meg a Lengyelország, s kisebb mértékben a Velence felé történő kivitel, másrészt alapvetően nyerstermékekre (szarvasmarha, ló, méz, viasz, higanyvas, só stb.) irányuló, ami mutatja az iparfejlesztés s az ebből eredő kivitel visszamaradottságát, illetve a Nyugattal való kereskedelmi kapcsolat fokozottan passzív jellegét. E probléma különösen szembetűnővé válik akkor, ha utalunk az erdélyi gazdaságtörténet egy későbbi fejezetére, nevezetesen a XVIII. század elejére, amikor Bethlen Miklós erdélyi kancellár állt elő a külkereskedelem fejlesztésére vonatkozó tervezetével. Erdély gazdasága 1660 után igen lehanyatlott, ennek orvoslására Bethlen 1703-ban terjesztette elő kereskedelmi tervezetét az erdélyi országgyűlésnek, az erdélyi külkereskedelem újjászervezését javasolva. Tervezete első változata már 1670-ben elkészült, majd 1689-ben új alakot nyert. Előterjesztésében kifejti, hogy egy ország meggazdagodásához az alábbiak sürgősségtetnek: más országok termékeinek általbocsátása kereskedés által (tranzitkereskedelem), idegen országok nyers termékeinek megvásárlása, majd feldolgozásukat követően nagy nyereséggel történő visszaadása, az országban bőven termő cikkek nagy mértékű kivitele, csak jó pénznek a forgalomban tartása, s sok pénznek az országból történő kivitelének megakadályozása, emberek munkátlanságának elkerülése. A Tisza, Maros, Szamos és Olt vízi utakként történő hasznosítását javasolja, a városok ipari központokká fejlesztését is elképzelhetőnek tartja, ha megfelelő képzésben részesülnének az iparosok. Erdély kedvező földrajzi fekvésére fordítva a figyelmet, az Atlantictól a Közel-Keletig terjedő tranzitkereskedelemben kívánja bekapcsolni az országot, mely jelentős jövedelmet hozna hazájának. A kivitelezést egy – a belgiumi Kelet-Indiai Társaság mintájára felállított – kereskedő kompániára bízna, melynek tudta és akarat nélkül semmilyen behozatal, kivitel és tranzitforgalom nem bonyolódhatna le, melynek feltétele a harmincad bérletének megszerzése. A társaság forgó tőkéjét a tagok befizetései biztosítanák, s a társaság csak nagykereskedelmet végezhetne, biztosítván továbbra is a kiskereskedők jövedelemszerzését, viszont ők csak a kompániától szerezhetnék be áruikat. Bethlen nagyszabású tervezete elbukott, egyrészt az erdélyi országgyűlés elutasító álláspontja, másrészt a kirobbanó kuruc szabadságharc miatt.¹⁶

Ha az aktív külkereskedelmi mérleget nem is, de az államháztartási egyensúlyt képes volt Bethlen Gábor biztosítani, s egyéb gazdasági lépései is az államháztartási konszolidáció irányába hatottak, így pl. a fiscusjóságok visszaszerzése, de említést érdemel egy – a nemesség ellenállásán végül elvérzett – javaslata is, mely szerint ún. közpénztárat kívánt felállítani a rendek megadóztatásával.¹⁷ Sőt azt is meg lehet fogalmazni, hogy nem egyszerűen egyensúlyt biztosított, hanem bevételei jelentősen meg is haladhatták egyes években

¹⁵ Imreh 1992. 82–83.

¹⁶ Lukinich 1914. 464–476.

¹⁷ Somai 2001. 14–15.

kiadásait, így jelentős kincstári felhalmozásra is sor kerülhetett, mely tartalék kevésbé sikeres utódai számára biztosított jelentős mozgásteret, s mindenek előtt meg kell említenünk, hogy nem élt az államkölcsonök eszközével,¹⁸ pedig e korban más fejedelmek már jelentős eladósodást vállaltak fel, különösen a 30 éves háború időszakában, s mint majd látjuk tanulmányunk harmadik tárgyalta korszakának elemzésekor, az államadósság kérdése jelentős problémaként jelentkezik a későbbi korok magyar pénzügypolitikájában. A fejedelmi birtokokon pl. a kocsigyártás és ágyúöntés területén, a kristályüveggyártásban illetve a papírmalmok vonatkozásában már manufaktúrális kezdeményezésekről beszélhetünk, melyek a magas szintű ipari kultúra kialakítása szempontjából pozitívan értékelhetőek.¹⁹ Ugyanakkor arról sem szabad elfeledkeznünk, hogy sok esetben a fejedelem céheknek versenyt támasztó tevékenysége, pl. a morva anabaptisták vagy gdanski kézművesek betelepítése a hagyományos polgári rétegek megerősödését akadályozta, illetve a monopóliumok érvényesítése – bármennyire is indokolt lehet az államkincstár növekvő igényeivel, különösképpen a súlyos török adóteherre tekintettel –, a külkereskedelmi forgalomból eredő polgári tőkefelhalmozásra mégis kedvezőtlenül hathatott.

Érdemes rövid kitérőt tennünk Bethlen Gábor gazdaságpolitikájának e szempontból történő értékelésére. Bethlen uralkodásának elemzői között konszenzus áll fenn abban, hogy ő a központosított – nemzeti – abszolutizmus képviselője volt, de arról sem szabad elfeledkezni, hogy a gazdasági alapok igen megromlottak voltak e korban Erdélyben, nem volt könnyű olyan államháztartást szerveznie, mely megfelelő anyagi alapot teremthetett bel- és külpolitikai céljainak. A belpolitikai küzdelmeket végigkíséri a rendek elleni küzdelme, melyben győzelmet arat, ennek során támadja a szabadság és függőség évszázadokon át kialakult szerkezetét, a helyi, igazgatási, foglalkozási rendi szerves tömörülési tömbök zártságán rést nyitva próbálja azokat egy tágabb keretbe, a decentralizált struktúrákat felváltó szorosabb kohéziójú államkeretbe foglalni.²⁰ A fejedelmi centralizáció, illetve a polgári kezdeményezések iránti affinitás hiányát jelzi, hogy Bethlen Gábor pártfogolja, sőt kezdeményezi az egységesítési törekvéseket, a helyi hagyományos organizmusok helyett a központi szóra hallgató organizációk formálását.²¹ Ellenben ez a fejedelmi abszolutizmus sok mindennek nevezhető, de nem polgári rendnek – szemben az e korban a kapitalista fejlődés útjára lépő Anglia vagy Németalföld gazdasági–társadalmi rendszerével –, ugyanakkor pozitívumaként értékelhető, hogy gazdasági alapot teremthet az esetleges későbbi, döntő gazdasági–társadalmi változásokhoz (bár a tőkefelhalmozás éppen a sajátos kelet-közép-európai helyzetnek, a török uralomnak köszönhetően mégsem következhet be), hozzájárulhat fejlettebb technikai eljárások elterjesztéséhez. Természetesen kérdésként vetődik fel, hogy a gazdasági átalakulás, a „kapitalista szellem” hordozójaként mennyiben lehetett építeni e kor városi polgárságára, s ennek hiányáért mennyiben terhelheti felelősség a fejedelmi gazdaságpolitikát. Mind a szász városokban (Szeben, Szászsebes stb.), mind a részben vagy teljesen magyar városokban (Kolozsvár, Marosvásárhely) a török behatolást követően jelentős nemesi menekülthullám jelenik meg, s a XVI. század végétől egyre jelentősebb mértékben megfigyelhető a környékbeli nemesség beköltözése is a városokba. Évszázados küzdelem zajlott a városi polgárság és a vármegyei nemesség között a nemesség jogainak a város területén

¹⁸ Imreh 1992. 50.

¹⁹ Imreh 1992. 58–64.

²⁰ Imreh 1992. 9.

²¹ Imreh 1999. 199.

történió érvényesítése tárgyában (nemesi adómentesség, bírói joghatóság stb.), s a XVII. század elején a nemesi vármegye városok feletti győzelméről beszélhetünk. Gazdasági vonatkozásban például a vármegyék az árlimitációkat a szabad városokra is kiterjeszthették, ami a nemesi fogyasztási érdekeknek rendelte alá az iparúzó–kereskedő polgárság érdekeit. Ugyanakkor megteremtődik a régi szabad királyi városok korábbi iparúzési privilégiumával szemben egy jobbágyiparosi konkurencia is. Ugyanis a földesúri joghatóság alatt élő kisebb félmezővárosokban kifejlődik az egyszerűbb életszükségleteket kielégítő iparcikket előállító jobbágyiparosi réteg, mely a XVI. századtól már céhes keretek között, szervezeten állítja elő termékeit, melyekkel a vármegye védelme alatt egyre inkább megjelenhettek a szabad királyi városok piacain is, kötelezven a városokat ezen falusi iparosok bebocsátására piacokra. Ezen jobbágyiparosok alacsonyabb költségekkel tudták termékeiket előállítani, hiszen nem kellett megfizetniük a – szabad királyi városok polgárai által fizetett, a tisztviselői kar és kultúrintézmények eltartását biztosító – súlyos városi adókat. Arról sem szabad elfeledkeznünk, hogy az Erdélyi Fejedelemségben egyes fejedelmek – különösen Bethlen Gábor – részéről bizonyos mértékig céhellenes, szabadkereskedelmi felfogás is érvényesülven, a fejedelmi birtokokon az iparfejlesztést támogatván, tovább nehezítette a városok tőkefelhalmozó képességének kifejlődését. Ugyanakkor a nemesség fokozott megjelenése a városokban hozzájárult a nemesi életforma elterjedéséhez a régi polgárság köreiben, a társadalmi felemelkedés útját egyre több polgár a nemesi armális megszerzésében látván, így a polgári szellem hanyatlásáról is beszélhetünk. E városok polgári szelleméről érdemes idéznünk Szekfü Gyula következő sorait: „A magyarországi német városok sem német, sem magyar korukban nem születtek Fuggereket és Welsereket: korábban talán azért nem, mert a századok előtt ideköltözött némettség tehetsége lassankint kiszikkadt a folytonos egyediálltben; később pedig a magyarság benyomulása óta talán az egész országban ideállá vált nemesi életmód akadályozta a városi polgárerények kifejlődését”²². Fentiek tükrében kérdéses lehet, hogy a megfelelő polgári réteg hiánya indokolta a fejedelem aktívabb szerepvállalását a gazdasági élet fellendítésében, vagy a fejedelmi, államközponti gazdaságfejlesztés hatott a polgári kezdeményezések, a polgári tőkefelhalmozódás alakulására kedvezőtlenül. Véleményem szerint kezdetben a polgári társadalom gyengesége indokolhatta egy gyorsított fejedelmi gazdaságfejlesztő program megvalósítását, de a polgári mentalitásra ható kedvezőtlen tényezők érvényesülésében, a puritán etika kapitalizmusformáló ereje elmaradásában, a polgárság tőkefelhalmozó képessége kifejeletlenségében szerepet játszhatott a mind politikai, mind egyházi téren megerősödő fejedelmi hatalom, valamint a fejedelem által érvényesített monopóliumok.

Az államháztartás konszolidációja természetesen nem választható el a pénzügyi rendszer stabilizálásától sem, két irányból is megközelítve: egyrészt a rossz minőségű pénz forgalomba hozatalából származó jövedelem akkor válik szükségessé a pénztörténet során, amikor egyéb uralkodói bevételek elapadnak (mint pl. Károly Róbert uralkodásának első időszakában), másrészt a gazdaság, a bel- és külkereskedelmi forgalom fejlődésére, illetve az ebből származó jelentős államháztartási bevételekre is csak stabil pénzviszonyok mellett van esély (amint Károly Róbert regálegazdaságának kiépítése is igényelte a pénzrendszer stabilizálását). Károly Róbert korához hasonlóan a nemesfémbányászatból származó jövedelmek igen fontosak az államháztartás bevételei szempontjából, s az urburán és bányabéren kívül e korban is az aranybeváltási, finomítási monopólium bírt kiemelt jelentőséggel, Beth-

²² Hóman–Szekfü 1935. 566.

len már 1613-ban arra kötelezte a bányászokat, hogy minden aranyat a kolozsvári pénzverőház prefektusának szolgáltatassanak be, s e forrás a török adó előteremtése szempontjából meghatározó jelentőséggel bírt.²³ Az erdélyi és királyi magyarországi arany és ezüst – különösen a tengerentúli szállítmányok bősége miatt – elvesztette korábbi európai jelentőségét, Bethlen Gábor számára azonban nélkülözhetetlen volt a nemesfém mind a pénzverésből származó jövedelem, mind a török adó miatt (és természetesen a hadjáratok költségei, illetve az importtöbblet miatt is), tulajdonképpen az Erdélyi Fejedelemségnek a merkantilizmus hajnalán úgy kellett aranyat felhalmoznia, hogy közben az Oszmán Birodalom aranyéhségét is kielégíthesse, így Bethlennek mindent el kellett követnie a bányaművelés magasabb színvonalra emelése és a nemesfém országból való kiáramlása megakadályozása érdekében.²⁴ A pénzügyi rendszer konszolidációja pedig azért is kiemelten fontos kérdéssé válik e korban, mert – Károly Róbert korához hasonlóan – Bethlen Gábor uralkodása idején is az európai pénzügyi rendszer válságáról, mégpedig az első európai inflációs hullámról kell beszélnünk – a „Kipper und Wipper” korszakáról –, illetve egyes megközelítések szerint nem egyszerűen inflációról, sőt nem is csak a szokásos gazdasági válságok egyikéről volt szó e korban, hanem a feudalizmusról a kapitalizmusra való átmenet előidézte európai megrázkódtatásról,²⁵ így a pénzügyi rendszer stabilizációja nem egyszerűen a fejedelmi gazdaságpolitika sikerének kritériumaként, hanem a kor „globalizációs” kihívására adott válaszként is értelmezendő. (Ha nem csak a szűkebb értelemben vett európai pénzügyi válságra gondolunk, hanem az imént említett rendszerválságra, a feudalizmus válságára, a kapitalizmusra való átmenet problémájára, akkor a fejedelmi politika mint e válságra adott abszolutisztikus – s nem polgári – válaszként is értelmezhető.) Bethlen Gábor korának pénztörténete három szakaszra tagolható: az első korszak az 1613–1620 közötti időszak, a második az 1620–1625 közötti válságos periódus s végül az 1625–1629 közötti évek a konszolidált pénzügyi viszonyok korszakaként említhetjük.²⁶ Az első korszakban igen jelentéktelen volt az erdélyi ezüstaprópénz veretése, így a napi pénzforgalom lebonyolítása alapvetően a magyar királyi, s még inkább a lengyel aprópénzek segítségével történt. A lengyel pénzek mindent elárasztó forgalma figyelhető meg már a XVI. század közepétől (amint erre már Báthory István levele kapcsán is utaltunk), s mind az erdélyi, mind a magyar királyi területek pénztörténetében az egyik legsúlyosabb tehertételként jelentkezik e jelentős lengyel pénzáramlás, az ellene folytatott küzdelem a korszak pénztörténetének kiemelkedő fejezetét jelenti.²⁷ Az első nagy európai inflációs hullám kibontakozása is a lengyel pénzek okozta problémákkal áll szoros összefüggésben, s a válság először a Német–Római Birodalom területén jelentkezett. A Német–Római Birodalomban az összbírodalmi centralizáció a pénzverés területén sem valósult meg, az egységes pénzrendszer kialakítására irányuló kísérletek meddőnek bizonyultak, s e kísérletek közül kiemelkedik az 1559. évi augsburgi Reichsmünzordnung. A birodalomban a pénzverési joggal felruházott több száz világi és egyházi méltóság már korábban is, minthogy az országban nem rendelkeztek megfelelő hozamot biztosító nemesfémhányakkal, agrár-, illetve ipari termékek kivitelével és adóbevételek révén sem jutottak megfelelő mennyiségű pénzhez, már korábban is rendszeresen éltek a pénzrontás eszkö-

²³ Imreh 1992. 45.

²⁴ Imreh 1992. 70.

²⁵ Buza 1991. 88–89.

²⁶ Huszár 1995. 14.

²⁷ Huszár 1975. 21.

zével. A pénzrendelet próbált rendet teremteni a pénzverés területén, de két probléma jelentkezett: egyrészt túl alacsonyan került meghatározásra az ezüst ára, másrészt túl jó minőségű váltópénzek veretése került előírásra. A pénzverdék ugyanis bérleti rendszerben voltak üzemeltetve, s túl jó pénzek veretése mellett a pénzverési joggal felruházott fejedelemnek fizetett bérleti díjak, illetve a költségek levonása után kellő jövedelem nem keletkezett a bérlőnél, aki így két módszerhez folyamodhatott: vagy korlátozta az aprópénzek veretését – nagyobb mennyiségben veretve inkább értékpénzeket, tallérokat –, vagy a pénzrontás eszközához nyúlt. Az előbbi esetben az országban aprópénzhiány lépett fel, ami a külföldi aprópénzek beáramlását eredményezte, s így kerülnek képbe a lengyel aprópénzek, a második esetben pedig a pénzértékviszonyok felborulása közvetlenül jelentkezett. Lengyelországban ugyanis igen jelentős volumenű aprópénzverés folyt, melynek folytatásához a lengyel ezüstmányák hozama nem volt elégséges, így rossz minőségű, alacsony nemesfém-tartalmú pénzek veretésére rendezkedtek be, illetve külföldi veretek – jelentős részben magyar tallérok és denárok – beolvasztásával biztosították a nemesfémszükségletet, melynek érdekében Lengyelországban magasabban tartották az ezüst árát. E szerény nemesfém-tartalmú lengyel pénzek bekerülvén a nemzetközi pénzforgalomba, elárasztották a német, magyar és erdélyi területeket, ahol a korlátozott mértékű aprópénzverés miatt ezek iránt nagy kereslet jelentkezett. Ezen alacsony nemesfém-tartalmú, rossz minőségű lengyel pénzek elterjedése pedig a jó minőségű – de egyre inkább Lengyelországba áramló s ott beolvasztásra kerülő, tehát csökkenő mennyiségű – tallérok drágulásához és az árak emelkedéséhez vezetett előbb a Német–Római Birodalom, majd az osztrák tartományok, végül pedig a királyi Magyarország és az Erdélyi Fejedelemség területén, illetve újra megnyitottak korábban bezárt pénzverdéket is a birodalom területén, melyek nagy mennyiségben bocsátották ki a rossz minőségű – s így most már nyereségesen előállítható – aprópénzek tömegét. Ennek következtében 1619-ig kúszó, ezt követően 1621-ig galoppmértetű, utána pedig a csúcspontot időbeli és regionális különbségekkel elérő hiperinflációról beszélhetünk, melynek során nemcsak a tallérok és aranyforintok árfolyama ugrott meg, hanem minden korábbinál magasabbra szöktek az árak s végül általános áruhiány lépett fel, mivel a parasztok és kézművesek visszatartották áruikat, így a városokban sok esetben a reálbérek drasztikus csökkenése, az alapvető élelmiszerek hiánya következett be, ami helyi zavargásokhoz vezetett. A nehézségek leküzdése érdekében meg kellett szüntetni az értéktelen pénzek kibocsátását, be kellett zárítani a verdék jelentős részét, megfelelő mennyiségű és jó minőségű új pénzek kibocsátásával végre kellett hajtani a pénzcserét, mely a lakosság számára kb. 87 százalékos veszteséget jelentett, limitációkat, ár- és bérszabályzatokat kellett kiadni. E konszolidáció a Német–Római Birodalomban illetve Ausztriában már 1622–23-ban meg is indult, de csak 1625/26-ra valósult meg a teljes konszolidáció.²⁸ Magyarországra, illetve Erdélybe az inflációs hullám csak később érkezett meg, 1620/21-re tehető a pénzrontás megindulása és az árak elszabadulása, de különösen az Erdélyi Fejedelemség területén ez nem volt olyan jelentős mértékű, mint német és osztrák területeken. Amíg a Német–Római Birodalomban 1000 százalékot is meghaladó áremelkedésekkel kell szembesülnünk, addig Erdélyben az egyes termékek vonatkozásában az árak a korábbi szint 200–250 százalékára emelkednek csak. Ez egyrészt visszavezethető arra, hogy az Erdélyi Fejedelemségben folyamatos volt az aprópénzverés – még ha egyes időszakokban igen kicsiny mértékű is – és egyre inkább – Báthory István instrukciói nyomán – lengyel mintára folyt, ezzel kiküszöbölendő a lengyel

²⁸ Buza 1991. 89–93.

pénzek által más országokban előidézett problémákat, másrészt Bethlen Gábor – sok szempontból kárhoztatható – centralizációs politikájának köszönhetően. Már az 1614. évi országgyűlésen a rézkiviteli tilalom elrendelését azzal indokolja a fejedelem, hogy akadályozzák a rossz pénzek abból másutt történő veretését, tehát igen korán felismeri az európai pénzügyi rendszer válságával kapcsolatos veszélyeket, majd az árak elszabadulása és a jó pénzek (tallérok, aranyforintok, jobb minőségű aprópénzek) kiáramlása láttán 1622 májusában a diéta elrendeli ezen pénzek kivitelének tilalmát fejvesztés terhe mellett, fellépnek a pénzzel kereskedők ellen.²⁹ Végül 1625 decemberében rendeleti úton kívánt véget vetni a pénzrontásnak jó pénz forgalomba hozatalával, kötelezve a lakosságot az új, jó minőségű denárok és garasok elfogadására, melyek a királyi Magyarország területén az 1625 őszén, a soproni országgyűlés rendelkezései alapján újra veretésre kerülő jó minőségű pénzekhez igazodtak, ezzel biztosítva a kereskedelmi forgalom zavartalanságát a két országrész között, valamint igen szigorú limitációs rendelkezéseket léptetett életbe (mely két terület természetesen szorosan összefügg egymással, hiszen árlimitációkkal, „inflációellenes” lépésekkel csak stabil pénzrendszer mellett lehet élni). Az árszabályozás területén Bethlen fokozott aktivitásával szembesülhetünk, ami sok esetben a céhes polgárok érdekeit sértette, még ha a fogyasztói érdekek védelmében, illetve a hadseregellátás szempontjából indokolt is lehetett. A limitációs tevékenység már az 1619-től kibontakozó inflációs időszak előtt is érvényesült, de különösen fokozottá vált 1625–28 között az infláció letörése érdekében, mely árszabályozási tevékenység két főbb pontban lényeges eltérést mutat az adott korban szintén inflációval küzdő királyi Magyarország limitációs gyakorlatához képest: egyrészt míg a királyi Magyarország területén a vármegyék hatáskörébe utalták e feladatot, így a helyi körülmények függvényében kezelvén a problémát, addig Erdélyben központi, fejedelmi rendelkezésekről beszélhetünk, másrészt az Erdélyi Fejedelemségben a szabályozást be nem tartókra sokkal súlyosabb büntetési tételek (akár fejvesztés is) vonatkoztak,³⁰ ami szintén a Bethlen által érvényesített abszolutisztikus törekvésekre utal, bár el kell ismerni, hogy ez jelentős mértékben járult hozzá ahhoz, hogy Erdély sokkal kisebb megrázkódtatásokkal élte túl ezen európai pénzügyi válságot, mint más országok.

3. Az ezüstalapú európai pénzrendszer összeomlása és az Osztrák–Magyar Monarchia

A Habsburg Birodalomban a XIX. század második felében az évszázadok óta fennálló ezüstpénzrendszer permanens zavarokkal küzdött, szoros összefüggésben az osztrák államháztartás növekvő mértékű eladósodottságával. Az 1816-ban létesített Osztrák Nemzeti Bank bankjegyei ezüstre történő beváltásának kötelezettségét 1848-ig volt képes fenntartani, jegyei az ezüstpénzekkel azonos értékűek – sőt egyes időszakokban ázsíval bíróak – voltak. Az 1848-as forradalmak miatti hadikiadások fedezésére az osztrák állam – már korábban is fennálló 200 millió Ft-os tartozásai mellett – jelentős mennyiségű nemesfém-pénzt volt kénytelen igénybe venni a bank készleteiből, s ezzel párhuzamosan felmentette a bankot bankjegyeinek beváltási kötelezettsége alól, azokat kényszerárfolyammal bíró papírpénzekké tette, majd a bankkal szembeni adósságait hol törlesztve, hol újabb adós-

²⁹ Imreh 1992. 73–74.

³⁰ Buza 1991. 96.

ságokat felhalmozva csak tervezték, de nem állították vissza a beváltási kötelezettséget, melynek következtében párhuzamos valutarendszer alakult ki: a papírpénz és az ezüstpénz egymás mellett párhuzamosan volt forgalomban, értékviszonyuk a kereslet és kínálat alapján állandóan változott. Az ázsio, illetve diszázsió alakulása természetesen szoros összefüggésben volt a gazdaság állapota mellett a nemzetközi politikai események – s ebből eredően az osztrák állam háborús adósságai – alakulásával is: így az Oroszországgal kapcsolatos feszült viszonyok miatt 1850-ben az ezüstpénz ázsioja 33 százalékra emelkedik, némi hullámzással ezen a szinten marad 1852 második feléig, majd 1853 végéig csökkenő tendenciát mutat, a krími háború hatására 39 százalékig emelkedik, 1855. év végén a béke helyreállításával, a gazdaság fellendülésével határozottan lesüllyed, 1856 márciusában már csak 1,75 százalék, az alább tárgyalandó pénzszerződés hatására 1858-ban egy rövid időre meg is szűnik, majd az itáliai háború miatt 1859-ben soha nem látott mértékűre 57,75 százalékra emelkedik, az 1860-as évek elejének politikai konszolidációja eredményeként 1866 márciusára ismét 1,75 százalékra száll alá, de az osztrák–porosz konfliktus nyomán ismét jelentősen, 40 százalékra emelkedik, majd az 1868-as jelentős gabonaexport eredményeként alászáll, hogy a német–francia háború hatására 1870 júliusában 33,5 százalékra emelkedjen, végül egy 1872–76-ig terjedő időszakra ismét a csökkenés állapota következik be, majd 1876 után az ezüstalapú európai pénzszerződés összeomlása nyomán az összehasonlítás tulajdonképpen értelmetlenné válik.³¹

A fenti ingadozás a gazdaság szereplői számára állandó bizonytalanság forrását jelentvén, természetesen állandó törekvés érvényesült a pénzügyi rendszer konszolidációjára, melynek első kiemelkedő lépése 1857 január 24-én a Bécsi Szerződés megkötése az észak- és dél-német államok többsége, Lichtenstein és a Habsburg Birodalom között, – ennek eredményeként létrejött a Német Pénzszövetség – melynek keretében a pénzviszonyokat továbbra is az ezüstvaluta alapján rendezték, s bár eltérő pénzlábakat határoztak meg, de pénzegységeik egymáshoz való viszonyát rögzítették: 1 észak-német Tállér = 1 ¼ dél-német Forint = 1 ½ osztrák értékű Forint, illetve minden állam területén verethettek korlátozott mennyiségben Vereinstalereket, melyek egymás területén egyenlő értékben, törvényes fizetési eszközként voltak forgalomban. A pénzegezmény lehetővé tette a Habsburg Birodalom számára, a nemzetközi forgalom lebonyolítása érdekében, kereskedelmi pénzként továbbra is a régi aranydukátok kibocsátását, illetve új aranypénz (Vereinskrone) veretését valamennyi szerződő állam számára az egymás közötti fizetések lebonyolítása és a külkereskedelem fejlesztése érdekében, de ezek átszámítási aránya az ezüstpénzekre nem volt rögzítve, hanem a kereslet és kínálat szabadon alakította. Minthogy ezen aranypénzeknek elfogadási kötelezettségük nem volt, így a belföldi forgalomban nem nyert polgárjogot, a nemzetközi forgalomban pedig azért nem vált népszerűvé, mert értéke egyetlen külföldi pénzrendszerbe sem volt beilleszthető, tehát külföldre kerülvén kénytelenek voltak újra verni a rúdaranyhoz hasonlóan. Így az aranyérmék a kereskedelmi pénz szerepét nem tudták ellátni, az ezüstpénz pedig értékéhez képest nagy tömegű, kényelmetlen használatú lévén, a fizetési forgalom lebonyolítása szükségessé tette nagyobb tömegben papírpénz kibocsátását. A Bécsi Szerződés értelmében viszont 1859. január 1. után kényszerárfolyamú papírpénz nem volt forgalomba hozható, tehát az ezüstpénzrendszer stabilitása csak úgy lett volna biztosítható, ha az államháztartás konszolidációja, az Osztrák Nemzeti Bankkal szembeni adósságának rendezésére is sor kerül. Az Osztrák Nemzeti Banknak 1858 végére sikerült ezüstoffedezetét

³¹ Rádóczy 1972. 50.

növelni (az ércfedezetre vonatkozó előírás ekkor 1/3-os fedezeti arányt követelt meg), így az új kibocsátású bankjegyek vonatkozásában helyreállította a beválthatóságot – a régi bankjegyek továbbra is beváltási kötelezettség nélkül maradtak forgalomban – de ez átmeneti epizódnak minősült, csak 1858 szeptember 6-tól 1859 április 25-ig volt képes fenn tartani.³² Az olasz háborúk miatti ismételt állami kölcsönfelvétel a jegybanktól soha nem látott mértékű ázsíóját alakította ki az ezüstpénznek a papírpénzzel szemben, sőt az ezüstpénz olyan mértékű thezaurálódása következik be, ami már az aprópénzek jelentős hiányát eredményezi, melynek kezelése érdekében 12 millió Ft értékben vált szükségessé 10 krajcáros papírpénzek kibocsátása. 1862-ben 1867-es határidővel ismét tervbe vették a valutarendezést, az államadósság rendezését az Osztrák Nemzeti Bank irányába és a készfizetések helyreállítását, melyhez a feltételek 1866-ra biztosítottak is lettek, de a porosz–osztrák háború kitörése nyomán az állam ismételt eladósodása következik be, újabb államjegyek kibocsátására kerül sor, illetve a jegybanktól az állam átveszi az 1 és 5 Ft-os bankjegyeket s azokat államjegyeknek nyilvánítja (a bank az állam által ezen 1 és 5 Ft-os jegyek majdani beváltása iránti kötelezettségének ellenértékeként magasabb címletű bankjegyeket ad át, melyek által az állam pénzszükségletén segítve lett³³), melynek következményeként a forgalomban lévő államjegy-állomány értéke 312 millió Ft-ra emelkedik (ami kiegészül további mintegy 100 millió Ft sóbánya kötvény formájában jelentkező államadóssággal, melyek rövid lejáratú államkötvények voltak). A háborút lezáró Prágai Béke nyomán a Német Pénzszövetség is felbomlott, de megállapodás született arra vonatkozóan, hogy a Bécsi Szerződés alapján 1867 végéig vert pénzek 1870 végéig minden államban forgalomban maradnak az eredeti értékben, így az Osztrák–Magyar Monarchiában Vereinstalert 1868-tól nem vernek többé, bár 1901. január 1-ig forgalomban maradnak, de továbbra is az osztrák értékű Ft-valuta marad érvényben.³⁴

Az európai pénzrendszerben eközben radikális változások következtek be, hiszen a kaliforniai és ausztráliai arany-, illetve ezüsttermelésben bekövetkezett fejlemények eredményeként az ezüstalapú európai pénzrendszer válságával kellett szembesülni. Ugyanis míg korábban, 1816-ban csak Anglia demonetizálta az ezüstöt s tette meg az aranyat korlátlan fizetési eszközévé, s közel két évszázadon át, 1687–1870 között az arany–ezüst értékarány 1:15 és 1:15,5 között ingadozván³⁵ stabilitás érvényesült az európai pénzrendszerben, a XIX. század utolsó harmadában az értékviszonyok felborultak. A szélesedő nemzetközi gazdasági kapcsolatok, az ipar és kereskedelem gyorsuló fejlődése szükségessé tette egy, az ezüstnél értékesebb alapon nyugvó valutarendszer megteremtését, az aranyvaluta bevezetését. Ennek megvalósításához természetesen növekvő arany mennyiségre is szükség volt s ezt biztosította a XIX. század közepén feltárt, Európán kívüli jelentős arany mennyiség, másrészt az ekkor feltárt jelentős ezüstmennyiség pedig az ezüst elértéktelenedését eredményezte, ami szintén feltétele volt az ezüstalapú pénzrendszer összeomlásának s az aranyalapra történő átállásra ösztönzésnek. Az arany–ezüst értékarány fokozatosan emelkedett, 1879-re 1:18,2 és 1892-re már 1:23,8 értéket ért el, ami egyre több európai államot az aranyalapra történő átállásra ösztönzött, sőt arról sem szabad elfeledkeznünk, hogy a minél később történő átállás az egyes államok szempontjából fokozódó hátrányt jelentett a többi államhoz képest, hiszen

³² Fellner 1911. 11.

³³ Fellner 1911. 16

³⁴ Rádóczy 1972. 55–56.

³⁵ Rádóczy 1972. 57.

az aranyvalutára átálló államok a demonetizált ezüstkészleteiket piacra dobván, az elértéktelenedés fokozott ütemével kellett szembesülniük. Már 1865-ben megalakult a Latin Éremunió a francia Frank-rendszer alapján Franciaország, Belgium, Svájc és Olaszország részvételével; melyhez a későbbiekben további államok is csatlakoztak. Mint korábban említésre került, már a Bécsi Szerződés keretében kísérlet történt kereskedelmi aranyvaluta bevezetésére – sőt már 1855-ben születtek erre vonatkozó tervek a Habsburg Birodalomban – de ez nem járt sikerrel, majd az Osztrák–Magyar Monarchia a Német Pénzszövetség felbomlása után is fontolgatta az aranyvalutára történő áttérést, ennek keretében létre is jött egy megállapodás 1867-ben Franciaországgal, melynek értelmében a Monarchia is belépett volna a Latin Éremunióba, a Frank-rendszerre ugyan nem tért volna át, megtartotta volna a Forintot elszámolási egységül, de az éremunió pénzrendszere alapján aranypénzeket vetetett volna. A francia–porosz háború kitörése miatt viszont a szerződés nem került ratifikálásra, így a Monarchia kimaradt a Latin Éremunióból, a Német Birodalom viszont 1871-ben áttért az aranyvalutára, a Márka-rendszert vezetvén be, ami a német demonetizált ezüstkészletek piacra kerülésével a továbbra is ezüstalapon álló pénzrendszerrel rendelkező államok problémáit fokozta. A Monarchiában a meghiusult csatlakozást követően is napirenden maradt az aranyvaluta bevezetésének kérdése, így 1870-től vertek arany 4 és 8 Forintosokat is a francia 10 és 20 Frankosok aranytartalmával, de elfogadási kötelezettségük nem volt, értékük szabad egyezkedés tárgyát képezte (ugyanakkor két állam: Olaszország 1871-ben, Belgium 1874-ben törvényes fizetési eszközzé nyilvánította). A kiegyezés során az államadósságra vonatkozóan is megállapodás született: az államjegyek felső határát a forgalomban lévő államjegyek 312 millió Ft-os értékében maximálták (azzal a kikötéssel, hogy ha a sóbánya kötvények értéke a maximális 100 millió Ft alá süllyed, akkor az államjegy-állomány ennek erejéig növelhető), s mind ezen állományt, mind az osztrák államnak az Osztrák Nemzeti Bankkal szemben fennálló 80 millió Ft-os adósságát (mely 1862 óta állott fenn) a két állam közös jótállása alá helyezte, oly módon, hogy Magyarországot az adósságok 30 százaléka terhelte.³⁶ Ugyanakkor a magyar államháztartás egyre növekvő deficittel volt kénytelen szembenézni, melyet belső források hiányában külföldi kötvénykibocsátásokkal lehetett finanszírozni, de az instabil valuta miatt is igen nehezen lehetett ezeket elhelyezni Nyugat-Európában, sok esetben csak 60–80 százalékos kibocsátási árfolyamon,³⁷ aminek szintén a valutarendszer stabilizálása irányába kellett volna ösztönző erőként hatnia. Természetesen az Osztrák Nemzeti Bank továbbra is bocsátott ki bankjegyeket, illetve az 1878. évi XXV. törvénycikkkel létrejövő Osztrák–Magyar Bank is – hiszen nem szabad elfeledkeznünk azon alapvető törvényszerűségről sem, melyet a pénzelmélet területén az államelmélet képviselői – mindenekelőtt Knapp – képviseltek, hogy a forgalom növekedésével a nemesfém egyre inkább kevésnek bizonyul, hiszen a forgalom, az emberiség materiális értékei sokkal nagyobb arányban növekedtek, mint a nemesfémek, ugyanakkor a nemesfémek értékét éppen ritkaságuk adja és szaporodásukkal – ha nem is arányosan – értékükben csökkennek, tehát az arany illetve bármely más nemesfém csak addig alkalmas általános értékmérőül, ameddig viszonylag korlátozott mennyiségben áll rendelkezésre – így értéke viszonylag állandó –, ha viszont mennyisége korlátozott, akkor a növekvő forgalmat lebonyolítani vele nem lehet, ezért vált elengedhetetlenné az állam tekintélyén, biztonságán nyugvó, a nemesfém helyettesítésére és a forgalom lebonyolítására alkalmas eszközök, a pénzhe-

³⁶ Fellner 1911. 19–23.

³⁷ Rádóczy 1972. 58.

lyettesítők megjelenése³⁸ –, de a bankjegyforgalomra vonatkozó szabályozásnak volt két lényeges pontja: egyrészt a bankjegyforgalom 200 millió Ft-tal haladhatta meg a bank rendelkezésére álló ércfedezetet, tehát a 200 millió Ft-on felül forgalomban lévő bankjegyalománynak mindenkor ezüstben vagy aranyban rendelkezésre kellett állnia, a többi bankjegynek is bankszerűen fedezettnek kellett lennie (váltókkal, osztrák és magyar állami vagy közési kötvényekkel), másrészt mindaddig, míg az államjegyek kényszerforgalma fennállt, a bank fel volt mentve a bankjegyek ércpénzre történő váltásának kötelezettsége alól (ellenben ezüstpénzt, illetve ezüstrudakat mindenkor köteles volt bankjegyekre váltani, ami a későbbiek során majd problémaként jelentkezik!), s elfogadásuk kötelező volt a monarchia egész területén teljes névértékükben. Az 1887. évi XXVI. törvénycikk értelmében a bankjegyforgalomra vonatkozó korlátozás módosításra került, mivel a 200 millió Ft-os jegykontingens szűk korlátot jelentett nagyobb hitelszükséglet idején, ami amiatt is nagy problémát jelentett, mert a nemzetközi pénzpiacoktól történő hitelfelvétel éppen a valuta-rendszer instabilitása miatt igen korlátozott volt. Így az új szabályozás értelmében a teljes bankjegyforgalom értékének 40 százaléka volt érckészlet által fedezendő, a fennmaradó rész pedig bankszerűen, s ha a jegyforgalom az érckészletet 200 millió Ft-on túl haladta meg, a többlet után a jegybank 5 százalékpontos bankjegyadót volt köteles fizetni, mely egy igen modern monetáris politikai eszközként értékelhető a kor nemzetközi viszonyait tekintve a pénztömeg-szabályozás vonatkozásában, hiszen a jegybankot a leszámítolási kamatláb emelésére készítve a pénztömeg automatikus korlátozásához vezetett.³⁹

Ebben a korszakban a Monarchia pénzforgalma szinte kizárólag beválthatatlan papírpénzben bonyolódott le, a nehézkes ezüstforintot a magánforgalomban visszautasították, az tulajdonképpen visszaáramlott a jegybankhoz, így 1891. végén a bankjegyforgalom kb. 455 millió Ft-ra volt tehető, mellyel szemben az Osztrák–Magyar Bank ércfedezete 54,5 millió Ft aranyban, 166,5 millió Ft ezüstben és 25 millió Ft aranyalapú devizában (melyet 1887-től lehetett beszámítani az ércfedezetbe), így kb. 209 millió Ft volt a fedezetlen bankjegyalomány értéke, az államjegyalomány értéke 379 millió Ft-ot közelített, mellyel szemben az állami érckészletek értéke aranyban 12,5 millió Ft, ezüstben 5 millió Ft-ra tehető. Ezzel szemben a ténylegesen forgalomban lévő ezüstforintosok értéke csak 50 millió Ft-ra becsülhető s ezt egészítette ki a kb. 52 millió Ft-ra tehető ezüst és réz váltópénzek forgalma, így a teljes pénzforgalom kb. 936 millió Ft-ra tehető.⁴⁰ Az 1870-es években ugyanis már az európai államok többsége áttérve az aranyalapú valuta-rendszerre, a Monarchia sajátos helyzettel találta szemben magát. Az ezüst demonetizálásával szorosan összefüggő értékcsökkenése olyan mértékűvé vált az 1870-es években, ami az ezüstforintnak a papírforinttal szembeni árszúját 1878-ban megszüntette. A papírforint és az angol font értékarányát az osztrák papírforint Londonban kialakult árfolyama határozta meg, s az ezüst árának 1876 után bekövetkező drasztikus esése következtében az osztrák papír Forint és a londoni ezüstár alapján kalkulálva az osztrák ezüst Forint értékét – bekalkulálva az ezüst szállítási költségét is – az ezüst Forintnak a papír Forinttal szembeni diszárúját eredményezte, ami 1878-ban 1/2 százalékot tett ki. A tiszta ezüstvaluta egyik alapkövetelménye viszont a szabad ezüstverés, melynek keretében minden ezüsttulajdonos jogosult ezüstjéből osztrák ezüst Forintot veretni – az 500 grammos vámfontnyi tiszta ezüsből 45 Forintot, 1 százalékos

³⁸ Büky 1937. 3–4.

³⁹ Fellner 1911. 25–26.

⁴⁰ Fellner 1911. 31.

veretési díj mellett –, amit az Osztrák Nemzeti Bank köteles volt azonos névértékű bankjegyre átváltani. Az ezüstár csökkenése miatt viszont az ezüst Forint névértéke kezdte meghaladni a belső értékét, ami kezdetben csak minimális különbséget jelentett, így 1879-ben egy ezüst Forintban (=100 osztrák értékű krajcár) lévő ezüst értéke 96.85 krajcárt ért a londoni ezüstpiacon, 1892-re az ezüstár zuhanása már olyan mértékű lett, hogy egy osztrák értékű ezüst Forintban lévő ezüst értéke csak 83.07 krajcárt ért.⁴¹ A diszázsió kialakulása viszont azt eredményezte, hogy érdemesebb volt a külföldön vásárolt ezüstöt az országba behozni, itt pénzzé veretni, amit a jegybanknál papír Forintra lehetett váltani, jelentős jövedelmet realizálva. Az ezüstbehozatal kezdett veszélyes mértéket ölteni, a Monarchia az Európában demonetizált ezüst lerakóhelyévé kezdett válni, így pl. 1872–76-ban évi átlagban 8,5 millió ezüstforintot vertek ki, 1877-ben 16,4 millió, 1878-ban 25 millió, 1879-ben már 64,4 millió Ft-ot.⁴² Az ezüst szabad veretésének további fenntartása azt eredményezte volna, hogy az ezüstforintnak, mint érmének a vásárlási ereje, tehát forgalmi értéke a névértékétől függetlenül leszállt volna belső értéke szintjéig, hiszen az ezüst kínálata szinte korlátlan volt, így a szükségletet meghaladóan áramlott volna be az országba, került volna forgalomba addig növelve a forgalomban lévő pénzmennyiséget, amíg az ezüstforint vásárlási ereje, forgalmi értéke ércértékéig süllyedt volna. Mivel a bankjegyek és államjegyek is kényszerforgalmat élvező törvényes fizetési eszközként funkcionáltak, az ezüstforint és a papírpénzek a forgalomban egymást helyettesítették, így az állam- és bankjegyek értéke is hanyatlott volna. Miután természetesen a fizetési eszközök forgalmi értéke leszállt volna az ezüst belső ércértékéig, az ezüstbeáramlás is megállt volna, de a valutánk határozottan leértékelődött volna. Ezen folyamatot megakadályozandó 1879 márciusában az ezüstveretést magánosok számára beszüntették, így megszűnt az osztrák értékű Forint ezüstvaluta jellege, ettől kezdve inkább „hitelvalutaként” funkcionált, melynek más államok aranyalapú devizáihoz viszonyított, nemzetközi értékét az osztrák–magyar vámterület fizetési mérlegének alakulása határozta meg, így a külkereskedelmi egyensúly, illetve a külföldi pénz- és tőkepiacokon történő állami és magán hitelfelvételek alakulása.

Az európai államok viszont e korban stabil pénzügyi rendszerrel, aranyalapú valutával rendelkeztek, a Monarchiának nem volt ezen államokkal közös fizetési eszköze, így az osztrák értékű forintnak az aranyhoz, mint külföldi valutához viszonyított ingadozása rengeteg bizonytalanságot vitt az ország és a külföld közötti mindenféle üzleti tranzakcióba. Így mind a mezőgazdaság, mind az ipar szereplői számára nagy kockázatokat rejtett magában akár az exportbevételek osztrák értékű Forintban meghatározott értékének tervezése, akár az importárak, s ezen keresztül a termelési költségek várható alakulásának felmérése, nem is beszélve a külföldi valutákkal kapcsolatos átváltási költségekről. Természetesen a rendezetlen valuta a külföldhöz kötődő tőkekapcsolatokra is kedvezőtlen hatást gyakorolt, mind az állami, mind a magánhitelek vonatkozásában. Ugyanis, ha a kötvények és kamataik törlesztése aranyértékben volt rögzítve, s ezzel szemben akár az állam, akár a magános bevételei papírforintban realizálódtak, ez jelentős bizonytalanságot eredményezett a kötvénykibocsátó szempontjából a kamat- és tőketörlesztések finanszírozhatósága szempontjából, ha viszont a törlesztések fizetése papírforintban volt rögzítve, akkor ez a külföldi értékpapírtulajdonos szempontjából jelentett olyan mértékű kockázatot, amit csak azzal tudott ellensúlyozni, hogy kibocsátáskor messze a névérték alatt vette át a papírokat, ami viszont a hazai kibocsátó

⁴¹ Fellner 1911. 40.

⁴² Fellner 1911. 41.

szempontjából jelentősen megnövelte a tényleges kamatterheket a nominális kamatszinthez képest. Így a külföldi tőke tartózkodó magatartásával volt kénytelen szembesülni az osztrák–magyar gazdaság, ami kamatlábak tartós emelkedéséhez vezetett, de nemcsak az érték-papír-kibocsátás útján eszközölt tőkebeszerzés volt drága és korlátozott, hanem a közvetlen tőke bevonása is nehéz volt a magas árfolyamkockázat miatt.

A fentiek következtében elkerülhetetlenné vált az osztrák–magyar pénzrendszer stabilizálása és az európai államok pénzrendszereihez történő igazítása, ami a Monarchián belül különösen Magyarország számára volt sürgető, hiszen a magyar gazdaság sokkal inkább nyitott volt, mint az osztrák, így a magas árfolyamkockázattal járó hátrányok sokkal kedvezőtlenebbül érintették, mint az osztrák gazdaság szereplőit, aminek következtében az aranyvalutára történő áttérés gondolata is magyar oldalon fogalmazódott meg, így 1891-ben Wekerle Sándor pénzügyminiszter terjesztette elő erre vonatkozó javaslatát.⁴³ A valutarendezésnek két alapvető elemét lehet megkülönböztetni: egyrészt a pénzrendszernek a korábbi ingadozó ezüstérték helyett aranyalapra történő helyezése, igazodva az európai államok gyakorlatához, másrészt a fedezetlen papírpénzforgalom megszüntetése, az állam lebegő adósságát képező államjegyek forgalomból történő kivonása, kölcsön útján gondoskodván a beváltáshoz szükséges pénzeszközökről, tehát a függő adósság állandósított adóssággá alakítása.

Az aranyalapra történő áttéréssel kapcsolatos egyik rendezendő kérdés a reláció megállapítása volt, tehát annak eldöntése, hogy az osztrák értékű Forint mennyit ér aranyban, s minthogy az ezüsttől már korábban elvált a valuta értéke, így az várt megállapításra, hogy milyen a forintnak, mint hitelpénznek az értéke az aranyhoz viszonyítva. Tekintettel arra, hogy 1869 óta a 20 Frankossal ekvivalens 8 Forintos aranyak veretésére került sor kereskedelmi pénzként, ez alapot szolgáltatathatott a reláció megállapításához. Minthogy a 8 Forintos arany súlya 2/155 fonttal volt egyenlő, 900/1000 finomságú arannyal számolva, így egy 8 Ft-os arany 5.80644 gr. színarany, egy aranyforint pedig 0.7258 gr. színarany, így egy 8 Ft-os arany 5.80644 gr. színarany, egy aranyforint pedig 0.7258 gr. színarany felelt meg. Megállapításra került az 1879-től – tehát az ezüst szabad veretésének megszüntetésétől – az 1891-ig – tehát az új pénzrendszer bevezetését megelőző évig – terjedő időszakra vonatkozóan a 8 Ft-ossal ekvivalens 20 Frankosnak az átlagos árfolyama alapján minden egyes óra nézve az aranyárszín, vagyis 100 aranyforintnak osztrák értékű Ft-ban kifejezett értéke, melynek alapján $100 \text{ aranyforint} = 119 \text{ osztrák értékű Ft}$ reláció került meghatározásra, vagyis $1 \text{ osztrák értékű Ft} = 84 \text{ aranykrajcár} = 2 \text{ Frank } 10 \text{ centime}$, így egy osztrák értékű Ft $0.7258 \times 100 / 119 = 0.609 \text{ gr. színarany}$ felelt meg. Ezen 19 százalékos aranyárszín érvényesítése a gazdasági forgalomban a későbbiekben sem okozott semmi lényeges zavart, a korona valuta értékállandóságát e paritás alapján lehetett biztosítani. A koronaérték megállapításáról rendelkező 1892. évi XVII. törvénycikk 1 kg finom aranyból 3280 korona veretését írta elő, így egy koronára 0.3048 gr. finom arany jutván, $1 \text{ osztrák értékű Ft} = 2 \text{ Korona}$ reláció lett meghatározva, s a főbb valutákhoz viszonyított arány az aranytartalom alapján a következő volt: $1 \text{ korona} = 1.05 \text{ frank} = 0.85 \text{ márka}$, mely értékviszony az I. világháborúig biztosítható volt, az árfolyam az aranyparitás körül mozgott.⁴⁴

Az új pénzrendszer bevezetése természetesen nem történhetett egyik napról a másikra, néhány éves átmeneti időszakban a régi osztrák értékű pénzek is forgalomban maradtak, nevezetesen 1898 július 1-ig, ezt követően csak a speciális helyet elfoglaló ezüst egy

⁴³ Rádóczy 1984. 13.

⁴⁴ Fellner 1911. 82–85.

Ft-os maradhatott forgalomban (s a koronaértékben való kötelező számítás is csak az átállást megkönnyítő 7 év türelmi idő lejárta után, 1900. január 1-én lépett életbe⁴⁵). Az új pénzrendszerben az ezüst 1 Ft-os megmaradt fizetési eszköznek, s akárcsak az arany 20 és 10 Koronás, értékpénz szerepét tölti be, emiatt nem tiszta aranyvalutáról, hanem ún. santa aranyvalutáról beszélhetünk. Az ezüstforintosok forgalomban tartása az új aranyvaluta-rendszerben gyakorlati okokra vezethető vissza, hiszen egyrészt a korábban ismertettek szerint a nemesfémkészletek nagyobb része ezüst volt, s az ezüst koronaváltópénzek vereztése után is jelentős mennyiségben megmaradván, ezeket értékesíteni csak jelentős veszteséggel lehetett volna, így emiatt célszerű volt megőrizni értékpénz gyanánt az ezüstforintosokat. Másrészt az aranykészletek viszont elhanyagolható méretűek voltak, a nemzetközi fizetések lebonyolításához szükséges arany mennyiség beszerzése is igen nagy nehézséget okozott, így a nemesfémkészlet lecsökkenése nem egyszerűen a tartalékkészletek csökkenését jelentette volna, hanem egyenesen a fizetési eszközök csökkenését, tehát csak az aranykészletekre történő támaszkodás a pénz- és hiteleszközök iránti szükséglet korlátozásával járt volna, ami a valutareform sikerességét veszélyeztette volna. (S arról sem szabad elfeledkeznünk, hogy jelentős mennyiségű fedezetlen államjegy is forgalomban volt, melynek fedezése a valutareform keretében jelentős fémszükségletet támasztott.) A santa aranyvaluta-rendszerben tehát az ezüstforintos értékpénznek minősült ami azt jelenti, hogy névértékben korlátlan összegben mindenki köteles volt elfogadni, valamint a tulajdonképpeni alapértékre, az aranykoronára be nem cserélhető volt, hiszen az aranyat pótolta (szemben az ezüst korona-váltópénzekkel, melyek beválthatóak voltak értékpénzekre), s ebből következően a jegybank sem tartozott kizárólag arannyal beváltani jegyeit, hanem a beváltásnál ezüstforintost is adhatott. Mindezek mellett az ezüstforintos az értékpénz azon követelményének nem tett eleget, hogy belső fémértéke a névértékkel azonos legyen, így törvényileg volt elrendelve, hogy egy osztrák értékű Ft két koronával számítandó. Tehát azért hagyatott értékpénzként forgalomban az ezüstforintos, mert csak így volt beszámítható az Osztrák–Magyar Bank ércfedezetébe, mint nem teljes fizetési erővel felruházott váltópénz a bank ércfedezetében nem foglalhatott volna helyet, ez esetben a jegybanknak a fedezetül szolgáló teljes ezüstkészletét arannyal kicserélnie, a forgalomban lévő ezüstforintosokat bevonnia és ezüstváltópénzekre átveretnie, a váltópénzmennyiség előállításához szükségesen felüli ezüstmennyiséget pedig nyomott áron értékesítenie kellett volna, így viszont az ezüstforintos egyidejűleg fizetési és fedezeti eszközként is megjelent. Természetesen annak érdekében, hogy az új pénzrendszer aranyvaluta-jellege kockázatmentes ne legyen, az ezüstforintosok mennyisége kontingentálva volt, csak azon ezüstmennyiségből volt verethető, mely a pénzügyi kormányzatnak már birtokában volt – tehát magánosok számára történő veretése továbbra sem állt fenn szemben az aranykoronások szabad veretésével és ekkortól a kormányzat számára sem az újabb ezüstkészletekre vonatkozóan –, ezáltal megakadályozva, hogy a forgalomban szükségletein túl is veretésre kerüljön, így a jegybankban tömegesen lerakódjon az aranyfedezet rovására, veszélyeztetve a jegybank beváltási képességét.⁴⁶

Az Osztrák Nemzeti Bank szerepvállalása egyébként igen passzív volt a pénzreform bevezetésében, szakértőik többsége viszont határozottan állást foglalt azon kérdésben, hogy az aranyvaluta bevezetése mellett az ezüstofforgalom is részben fennmaradjon, s arról sem szabad e kérdéskörben megfeledkeznünk, hogy a már igen válságos utolsó években, 1889–91

⁴⁵ Rádóczy 1984. 13.

⁴⁶ Fellner 1911. 105–109.

között is a bank érckészletében sem az arany, sem az aranydevizák mennyisége nem nőtt, hanem éppen az ezüstkészletekben volt csekély gyarapodás.⁴⁷ Érdekességként megemlítendő, hogy gr. Dessewffy Aurél, a magyar nemzetgazdasági gondolkodás kiemelkedő személyisége már 1878-ban írott cikkében – tehát még az ezüstforint szabad veretésének 1879-es felfüggesztését megelőzően – felhívta a figyelmet a tiszta aranyvaluta bevezetésének problémáira. Felhívta a figyelmet arra, hogy akkor, midőn a természet oly nagy bőségben ajándékozta meg a világot az arany és ezüst ércel, melynek bőségéről a korábbi századokban még fogalommal sem bírhattak, hogy akkor ezen ajándékok egyikét a demonetizáció által elejteni és elértékteleníttetni, az már a forgalom és kereskedelem oly nagymérvű emelkedésénél fogva sem lehet helyes eljárás. Valamint azon körülmény sem hagyható figyelmen kívül, hogy inkább az ezüst termelése van növekedőben, az arany termelése évről évre alább száll így felhívta a figyelmet arra is, hogy a magyarországi aranytermelés évről-évre alábbszáll (pl. 1854 és 1875 között 1740 kg-ról 1564 kg-ra csökkent), ezzel szemben az ezüsttermelés folyamatosan növekedett.⁴⁸ (A magyarországi aranytermelés megítélése szempontjából nem szabad arról sem megfeledkeznünk, hogy ez nem sokkal több, mint Károly Róbert korában és kevesebb, mint a késő középkorban, s ekkor már a világ aranytermelése 192000 kg-ra volt tehető⁴⁹, szemben a XIV. század kb. 3200 kg-os aranytermelésével.) Így az aranyvalutának az egész világra való behozatalát sem kívánatosnak, sem hasznosnak nem tekinti, és tagadja, hogy az a szabadkereskedelmi tanokból következne, miután az aranyvaluta elterjedése fizikai törvények által van szabályozva. A szabad forgalom a valuta egyformaságát követeli, ami az egyedüli aranyvaluta behozatala által éppen nem idéztetne elő, sőt a távoli jövőben inkább még megzavartathatna, ha az arany termelési viszonyait figyelembe vesszük. Az nem lehet cél, hogy az európai államok az aranyat magukhoz ragadják, az ezüstöt pedig a többi világrészekre erőszakolják, a cél csak a viszonyok állandósítása lehet és ez csak akkor érhető el, ha nem egy ércnem uralkodik kizárólag a forgalomban.⁵⁰

Természetesen a valutarendszer sánta arany-jellege mellett is alapvető feladatként jelentkezett az új pénzrendszer stabilitását biztosító, megfelelő mértékű aranyfedezet előteremtése. Hiszen a korábbiakban bemutatottak szerint mintegy 312 millió Ft értékű államjegy volt forgalomban, s a pénzreform másik fontos eleme ezen fedezetlen államjegy-tömeg forgalomból történő kivonása – a függő adósság állandósított adóssággá alakítása mellett – s arannyal történő helyettesítése volt. Az aranyfedezet előteremtésének a magyar pénztörténetben a korábbiakban alkalmazott módszere már nem volt folytatható, hiszen mint korábban említettük, a magyar aranytermelés csökkenő mértékű volt, már a középkori mérték alá esett s ez a világ aranytermelését tekintve elhanyagolható nagyságrendű volt. A 312 millió Ft értékű államjegy-tömeghez képest a rendelkezésre álló aranyfedezet az állami és jegybanki aranykészletek együttes értékét tekintve sem érte el a 100 millió Ft-os értéket, ezzel szemben az éves magyar – hiszen ebből a szempontból az osztrák államrész nem bírt jelentőséggel – aranytermelés értéke kb. 6 millió Frank körül mozgott,⁵¹ tehát nem érte el a 3 millió Ft-os értéket sem.

⁴⁷ Bácskai 1993. 2 77–278.

⁴⁸ Dessewffy 1878. 41., 49.

⁴⁹ Rádóczy 1972. 57.

⁵⁰ Dessewffy 1878. 56–57.

⁵¹ Dessewffy 1878. 49.

Így az aranybeszerzésnek alapvetően két útja kínálkozott: az áruexport ellenértéké-ként realizált arany mennyiség, illetve az értékpapírkibocsátás útján történő aranybeszerzés. Az osztrák–magyar fizetési mérleg állapotát vizsgálva, már a korábban hivatkozott Dessewffy Aurél is felhívta a figyelmet arra, hogy Ausztria–Magyarország külkereskedelmi mérlege folyamatosan passzívumot mutatott, ráadásul nemcsak arról volt szó, hogy az ipari termékek jelentős mértékű importtöbbletét a mezőgazdasági termékek kisebb mértékű exporttöbblete csak részben ellensúlyozta volna, hanem egyes években az élelmiszerek vonatkozásában is jelentős importtöbblettel lehetett szembesülni. Természetesen az importtöbblet finanszírozásának a fentiek tükrében nem lehetett eszköze a nemesérc kivitel, így csak egyetlen úton történhetett a külkereskedelmi mérleg hiány kezelése: a tőkemérlegben keresztül, vagyis a Monarchia jelentős mértékű külföldi tőkét vont be, ami részben állami kötvénykibocsátás útján, részben pedig ipari részvények, vasúti papírok és záloglevelek külföldön történő elhelyezésével történt.⁵² Ezen tendencia érvényesült a koronavaluta bevezetését megelőző években is, így az exporttöbblet útján történő aranybeszerzés nem volt reális, annyit azonban meg kell említeni, hogy a krími háború, illetve az amerikai polgárháború miatt az ukrainai és amerikai gabona eltűnt a világpiacon, melynek helyére tudott lépni a magyar gabona, s éppen az 1892-es valutarendezést megelőző években ezen export révén effektív aranyat, illetve aranydevizát tudott szerezni Magyarország, ezáltal a külkereskedelmi mérleg vonatkozásában a magyar államoldal sokkal nagyobb szerepet játszott az aranyfedezet előteremtésében, mint a csekély exporttal rendelkező Ausztria.⁵³

Az aranyfedezet előteremtésében a fentieknek megfelelően a kötvénykibocsátás mutatkozott reális alternatívaként, ráadásul oly módon volt kivitelezendő, hogy az államháztartás számára ez külön megterhelést ne jelentsen. Ugyanis a pénzügyrendszer stabilizációja, az államjegy-tömeg forgalomból történő kivonása megkívánta az államháztartás konszolidációját is. Mint ismeretes, a magyar államháztartás már 1870-től folyamatosan deficitessé vált, s mint korábban említettük, ezt jelentős mértékben külföldön, alacsony kibocsátási árfolyamon elhelyezett kötvényekkel finanszírozta, mely kötvények elhelyezését éppen a rendezetlen valuta is jelentős mértékben nehezítette. Így a pénzügyreformhoz kapcsolódóan az államháztartás folyó egyenlege és az államadósság szempontjából is fontos lépésekre került sor: Wekerle Sándor pénzügyminiszter megvalósította az államháztartás stabilizációját és hosszú idő után először deficitmentes költségvetést terjesztett be a képviselőházban.⁵⁴ A korábbi évtizedekben kibocsátott értékpapírokat, az 5 százalékkal kamatozó állami kölcsönkötvényeket és az államosított vasutak részvényeit alacsonyabb – 4 százalékos – kamatozású kölcsönökkel változtatták át és az ezáltal elért kamatmegtakarítást az aranybeszerzés érdekében főleg külföldön kibocsátott új kölcsönkötvények kamatszükségletének fedezésére fordították, így az állam adósságállománya növekedett, de az államháztartás kamatterheit nem növelték. Ezen konverzió minden nehézség nélkül lezajlott, hiszen a konverziót elrendelő törvény értelmében, ha az értékpapír-tulajdonosok nem voltak hajlandók a mérsékelt kamatozású kötvényeket elfogadni, akkor a bevont kötvények és részvények névértékét volt köteles a magyar állam kifizetni, mivel pedig ekkor már a 4,5 százalékos kamatozású kötvények is rendre névértéken elkeltek s így az 5 százalékos kamatozású papírok rendre névérték feletti árfolyamon álltak, az értékpapírok tulajdonosai érdekeltek voltak a

⁵² Dessewffy 1878. 87.

⁵³ Rádóczy 1984. 14.

⁵⁴ Bácskai 1993. 276.

konverzióban. A papír- és ezüstértékű adósságok konverziójára 4 százalékkal kamatozó s koronaértékre szóló egységes adómentes járadék-kötvények kerültek kibocsátásra, az aranyértékre szóló tartozások beváltására 4 százalékos aranyjáradékú adómentes kötvények szolgáltak, s ilyeneket bocsátottak ki az effektív aranybeszerzés céljára is. A magyar állam 531 millió Ft értékben bocsátott ki a papír- és ezüstértékű adósság konverziójára és 18 millió Ft értékben az aranyértékre szóló tartozások konverziójára, 72 millió Ft értékben pedig aranybeszerzésre, az osztrák állam pedig 100 millió Ft-nyi értékben bocsátott ki kötvényeket aranybeszerzésre.⁵⁵ Az így beszerzett arany és a korábban rendelkezésre álló állami aranykészletek már kellő fedezetet biztosítottak az államjegyek forgalomból történő kivonásához (természetesen további aranykészletekre még szükség volt a fizetési rendszer fenntartása, a bankjegyforgalom fedezete érdekében, de ennek beszerzése már az Osztrák–Magyar Bankot terhelte). Az államjegyek 1903. február 28-ig voltak a magánforgalomban elfogadandók, az állampénztárak még ezen év augusztus 31-ig voltak kötelesek elfogadni fizetése gyanánt, illetve 1907. augusztus 31-ig más törvényes fizetési eszközre történő átváltás végett, a bevonás a címletérték (1, 5 illetve 50 Ft-os) függvényében eltérő ütemben történt, előbb a kisebb címletűek forgalomból történő kivonása történt meg, így az 1 Ft-os államjegyek vonatkozásában a fenti határidők 1895. december 31., 1896. június 30. illetve 1899. december 31. voltak. Az államjegyeket ezt követően az állampénztárak megsemmisítették s a forgalom szükséglete érdekében kibocsátottak 80 millió Korona értékben ezüst egykoronásokat, 77,35 millió Korona értékben ezüst egyforintosokat (sánta aranyvaluta), 64 millió Korona értékben ezüst ötkoronásokat és 398,8 millió Korona értékben bankjegyeket, ami összesen 620,15 millió Koronának felel meg, a beváltásra be nem mutatott 3,85 millió Koronának megfelelő 1, 5 és 50 Ft-os államjegyek pedig leírásra kerültek, így az összesen 624 millió Koronának megfelelő 312 millió Ft-os államjegy-állomány leírásra került, s az állam fedezetként átadott a jegybanknak 542,66 millió Korona értékben arany 10 és 20 Koronásokat, illetve 80 millió Korona pedig ezüst egykoronásokban szolgált fedezetül.⁵⁶ (Igaz, hogy az ezüst egykoronás nem értékpénz volt, hanem csak váltópénz, de értékállóságát biztosította, egyrészt mérsékelt kontingense, másrészt az, hogy az állammal szemben korlátlan fizetési ereje volt és értékpénzre bármikor beváltható volt.) Az államjegyek végeredményben arannyal lettek fedezve, de helyettesítésükre a forgalomban ezüst egyforintosok, ezüst egy- illetve ötkoronások és bankjegyek szolgáltak, tehát nem váltattak be közvetlenül arany ellenében, mert akkor aranyat kellett volna közvetlenül forgalomba hozni. Ez nem lett volna célszerű, hiszen egyrészt a magas értékű (10 és 20 Koronás) aranypénzek helyett a kisebb értékű ezüst-érmékkel és bankjegyekkel könnyebben lehetett lebonyolítani a pénzforgalmat, másrészt az arany közvetlen forgalomba bocsátása feltételezte volna, hogy a jegybank a készfizetést megkezdje, mert csak így pótolható a forgalomban az esetlegesen az aranyban beálló hiány, míg ha a jegybank nem készfizető, akkor az arany a forgalomnak nem adható át az országból való kifolyás veszélye nélkül. A jegybank viszont az államjegyek bevonásakor nem volt készfizető, tehát az államjegyek helyébe nem közvetlenül arany, hanem arannyal fedezett fizetési eszközök léptek. (A 312 millió Ft értékű államjegyen kívül természetesen voltak forgalomban még sóbánya kötvények is, amik rövid lejáratú állampapírok, de ezek

⁵⁵ Fellner 1911. 122–125.

⁵⁶ Fellner 1911. 141.

kezelése csak az osztrák államfelet érintette, s felhatalmazást kapott a sójegyek további kibocsátására az esedékes sójegyek megújítására, prolongálására.⁵⁷⁾

Az államjegyek bevonása után tehát a jegybank lett az egyetlen jegykibocsátó, így tulajdonképpen a pénzforgalom egyedüli szabályozója. A koronaérték bevezetésekor 10, 100 és 1000 Ft-os bankjegyek voltak forgalomban, melyeket 1902. december 31-ig kellett bevonni s helyettük 10, 20, 50, 100 és 1000 Koronás bankjegyek kerültek forgalomba. A bankjegyforgalom természetesen továbbra is meghatározott szabályokkal volt korlátozva, így a forgalomban lévő bankjegyek teljes összegének legalább 40 százalékban belföldi vagy külföldi aranyérmekkel, aranyrudakkal, de akár más osztrák illetve magyar törvényes ércpénzzel (ezüstforintosok, ezüst-, nikkel- és bronz váltópénzek) kellett fedezve lennie (ez utóbbi azért nem jelentett problémát, mert ezen váltópénzek mennyisége kontingálva volt, így nem rontotta az ércfedezet minőségét), mely ércfedezetbe 60 millió Korona erejéig beszámíthatóak voltak a külföldre szóló váltók (devizák) és jegyek, amennyiben azok aranyban fizetendőek (így tulajdonképpen aranydeviza rendszerről beszélhetünk). A maradék 60 százaléknyi bankjegyforgalmat bankszerűen kellett fedezni, tehát váltókkal, értékpapírokkal, illetve a 60 millió Koronán felüli aranydevizákkal. Továbbra is élt azon szabály, hogy ha az ércfedezetet 400 millió Koronával (=korábbi 200 millió Ft) meghaladta a jegyforgalom, akkor 5 százalékos bankjegydót kellett fizetnie az Osztrák–Magyar Banknak (ezen értékhatár, a forgalmi igények függvényében később 600 millió Koronára lett megemelve). Elvileg deklarálásra került, hogy a jegybank köteles jegyeit ércpénzre bármikor beváltani, de a bank alapszabályának ezen rendelkezését azonnal fel is függesztették, tehát a készfizetés gyakorlatilag nem lépett hatályba a koronarendszer fennállása alatt.⁵⁸ Mint korábban említettük, az államjegyek forgalomból történő kivonása során az osztrák–magyar állam jelentős mennyiségű aranyat bocsátott a jegybank rendelkezésére, de ez csak az államjegyek egyéb fizetési eszközökre történő cseréjét volt hivatva fedezni, további aranykészletek beszerzéséről a jegybanknak kellett gondoskodnia a bankjegyforgalom növekvő igényeinek tükrében. Az Osztrák–Magyar Banknak sikerült is jelentős mennyiségben érckészletet felhalmoznia, melynek értéke 1909 december 31-én már 1713 millió Koronát tett ki, ami a 2188 millió Koronás bankjegyforgalomhoz képest 78,2 százalékos, tehát a kötelező arányt messze meghaladó fedezetet jelentett,⁵⁹ tehát elvileg fennállt volna a lehetőség a készfizetés bevezetésére, annál is inkább, mert a belföldi fizetési forgalomban az évtizedeken át folytatott kényszerforgalmú papírpénz-gazdálkodás révén a lakosság hozzászokott a jegyekhez és a nemesfém értékérméknél jobban kedvelte, így nem állt fenn a veszélye a lakosság thezaurálási vágya tömeges eluralkodásának.

Az érckészleteknek ilyen jelentős mértékű felduzzadása a jegybanknál szoros összefüggésben áll azzal is, hogy az osztrák és magyar kormányzat 1901-ben az aranyszolgálatot teljes körűen átadta a banknak, ami azt jelentette, hogy a kormányok aranykészleteiket, melyek túlnyomóan vámbevételekből származnak (mely vámbevételekből származó aranybeszerzés korábban is jelentős szerepet játszott az államjegyek bevonása érdekében előteremtendő fedezet szempontjából) átadták kezelésre az Osztrák–Magyar Banknak és a jegybank által végeztették nemzetközi fizetéseiket is. Így a jegybank kezelte és kamatoztatta az állami aranykészleteket, illetve mivel ezen készletek nem mindig voltak elegendőek az állami

⁵⁷ Fellner 1911. 146.

⁵⁸ Fellner 1911. 151–152.

⁵⁹ Fellner 1911. 193.

fizetések teljesítéséhez, így a kormányok megbízásából idegen valutákat is vásárolt, amire leginkább a kamatozó államkölcsonök kamatainak és törlesztéseinek rendezéséhez volt szükség. Ezen aranyszolgáltatnak a jegybanknál történő koncentrálása azt eredményezte, hogy az Osztrák–Magyar Bank szinte monopolizálta a nemzetközi fizetéseket.⁶⁰ Ugyanakkor a jegybank 1900 január 1-én életbe léptetett új alapszabálya pedig olyan széles körét biztosította a technikai eszközöknek, melynek kihasználásával a jegybank uralkodó befolyást tudott magának biztosítani a devizapiacra, így jogosult volt külföldi piacokra szóló váltókat, csekkeket, külföldi bankjegyeket, a Monarchia területén belül fizetendő, de nem koronaértékre szóló váltókat bel- és külföldön venni és eladni, külföldön pénzbeszedést eszközölni és idegen számlára fizetéseket teljesíteni, ezen üzletágak vitelére követeléseket külföldön tartani, stb. A készfizetés be nem vezetéseinek magyarázata így inkább a Monarchia nemzetközi fizetési mérlegének alakulásával van összefüggésben.⁶¹

A külkereskedelmi mérleg passzív jellege már a korábbi évtizedekben is problémát jelentett, de a századfordulót követően a valutarendezés idején még fontos szerepet játszó magyar gabonaexport is jelentősen visszaesett,⁶² így a tartósan passzív külkereskedelmi egyenleg finanszírozása egyre nehezebben volt megoldható. Az importtöbblet ellensúlyozására a jelentős mértékű tőkebeáramlás jelentett eszközt a korábbi évtizedekben (s nem a nemesércállomány kiáramlása), a valutarendezés pedig még inkább abba az irányba hatott az árfolyamkockázat kiküszöbölésén keresztül, hogy a külföldi tőkepiacok fokozottabb mértékben álljanak rendelkezésre. Az alábbi táblázatból látható, hogy az első világháborút megelőzően már igen jelentős mértékű volt a külföldi szereplők részesedése a különböző típusú értékpapírok tulajdonosai között Magyarországon, a vámkülföld birtokában lévő osztrák és magyar papírok együttes állománya pedig meghaladta 10000 millió Korona értéket, ugyanakkor az osztrák és magyar kézben lévő külföldi értékpapír-állomány éppen hogy meghaladta a 700 millió Korona értéket.⁶³

2. táblázat. Értékpapír-befektetések Magyarországon 1913-ban

<i>Értékpapír</i>	<i>Külföldi (millió Korona)</i>	<i>Hazai (millió Korona)</i>	<i>Külföldi arány (%)</i>
Államkötvények	3415,5	2813,9	54,8
Záloglevelek és községi kötvények	2135,9	1765,0	54,8
Vasúti értékpapírok	798,3	342,5	70,0
Ipari részvények	296,1	794,0	27,2
Hitelintézeti részvények	120,0	1527,6	7,3

Forrás: Tomka 1999. 156.

Ezen külföldi kézben lévő értékpapír-állomány viszont jelentős mértékben megterhelte az osztrák–magyar gazdaság fizetési mérlegét, hiszen a legnagyobb passzív tételt ezen papírok után fizetendő kamatok, osztalékok és törlesztések képezték, amit a hazai kézben

⁶⁰ Bácskai 1993. 286.

⁶¹ Fellner 1911. 239–240.

⁶² Rádóczy 1984. 14.

⁶³ Fellner 1911. 226–227.

lévő minimális külföldi értékpapír-állományból származó jövedelmek messze nem ellen-súlyozhattak, így a külföldön történő újabb értékpapír-kibocsátás egyre kevésbé volt képes finanszírozni a korábbi kibocsátásokból eredő kamat-, osztalék- és törlesztés-fizetéseket és a külkereskedelmi mérleg passzívumát. Mindez azt eredményezte, hogy míg korábban csak egy-egy évre fordult elő az aranyállomány visszaesése és 1909-ben is csak a devizaállomány csökkent, 1910-től viszont mind a bankszerű fedezetben lévő aranyváltók állománya, mind a tényleges érckészlet hanyatlásnak indult,⁶⁴ s így a fizetési mérleg alakulásában rejlő kockázatok indokolhatták azt, hogy eltekintettek korábban is a készfizetés bevezetésétől.

Természetesen a fenti folyamatok kérdéseket vetnek fel a gazdaságpolitika sikerességét illetően is. A kiegyezés ugyanis megfelelő jogi és intézményi rendszabályokkal garantálta a szabad tőkemozgást, s a tőke a politikai konszolidációt követően a profitabilitás szempontjából legelőnyösebb területeket vette célba, mint a közlekedés, vas- és gépgyártás, malomipar, illetve olyan vállalkozásokra összpontosított, ahol állami garancia biztosított számára kellő mértékű, gyakorlatilag kockázat nélküli jövedelmet (vasútépítés)⁶⁵, de például nem jelent meg a textilipar területén, pedig ezen a területen a magyar gazdaság évszázados elmaradásban szenvedett, s mindenkor külkereskedelmi passzívumának legjelentősebb tényezője a jelentős mértékű textilimport volt. A külföldi tőke megjelenése – mint fenti táblázatunkból is látható – alapvetően az állampapírok, községi kötvények és záloglevelek területén képviselt jelentős nagyságrendet s kevésbé az ipari befektetések területén. Ráadásul a külföldi tőke jelenléte nem igazán volt jelentős a bankrézsvények vonatkozásában sem, ami azért okozott problémát, mivel a hazai tulajdonú vállalatok fejlesztése alapvetően hitelek-ből történhetett volna, hiszen a hazai vállalkozói tőkefelhalmozás számára a történelmi körülmények nem voltak a legkedvezőbbek, így a hazai ipar fejlesztésében nélkülözhetetlen banki tőkeközvetítés fellendítése szempontjából a külföldi tőke nem játszott jelentős szerepet. Így a külföldi tőke szerepe a magyar gazdaság exportteljesítményének fokozásában, illetve importigénye csökkentésében nem játszott döntő szerepet: a textiliparba történő befektetések elmaradása az importigény csökkentését nem tette lehetővé, a vas- és gépgyártásba történő befektetés legfeljebb ezen termékek iránti importot mérsékelte, a vasútépítésben történő részvétel pedig semmilyen mértékben nem járult hozzá a külkereskedelmi egyensúly javításához. Egyetlen pozitív kivételként említhető a malomiparba történő befektetés export-ösztönző hatása, ráadásul a 80-as évek közepétől a hazai malomipari kapacitás már nagyobb volt mint a belső termék-háttér, így az őrlési forgalom címén jelentős mennyiségű külföldi – elsősorban román – gabonát is feldolgoztak, ami jelentős exportteljesítményt eredményezett. Azonban ezen eredmény is rövid életűnek bizonyult, mivel a kormány 1896-ban megszigorította, 1900-ban pedig teljesen beszüntette az őrlési forgalmat, ami önmagában is csökkentette az exportteljesítményt, majd az angol és francia malmok versenye, illetve az osztrák állam osztrák malomipart támogató politikája nyomán a magyar malomipar hanyatlására került sor.⁶⁶ Így a magyar állam lassan ráébredt arra, hogy az évszázados elmaradottságban szenvedő magyar ipar fejlesztése s ezen keresztül a külkereskedelmi egyensúly javítása nem várható a külföldi tőke részvételétől, hanem az állam aktívabb iparpolitikájára is szükség van. Erre szolgáltak az iparpártolási törvények 1881-ben, 1890-ben, 1899-ben és végül 1907-ben, melyek keretében előbb taxatív felsorolt iparágak, majd 1907-től általános

⁶⁴ Bácskai 1993. 289.

⁶⁵ Szakács 1998. 29., 45.

⁶⁶ Szakács 1998. 48–49.

felhatalmazással bármely iparág vonatkozásában a kormány felhatalmazást kapott iparvállalatok és iparágak közvetlen kedvezményezésére, különösen az elnyomott iparágak (mindenekelőtt a textilipar) fejlesztő támogatására, illetve a hazai vállalatok számára biztosítandó elsőbbségre a közszállítások keretében. Ennek eredményeként 1891–1899 között évi átlagban 2,7 millió, 1913-ban pedig már majdnem 10 millió koronát fordított az állam iparfejlesztő támogatásra, 1891 és 1913 között összesen 79,3 millió korona támogatást nyújtottak 697 (233 új és 464 régi) vállalat részére. (Ráadásul az állam lett ezen korszakban a legnagyobb beruházó, az összes állami beruházás 2,4 milliárd koronára rúgott, ami a korszak teljes beruházásának ötödét jelentette.)⁶⁷ Természetesen ezen korrekció nem lehetett elegendő a fizetési mérleg egyensúlyának és a fizetési rendszerben a készfizetésnek a helyreállítása szempontjából, talán hosszabb távon jelenthetett volna kiutat, de az első világháború nyomán bekövetkező gazdasági és pénzügyi összeomlás elmosta e reményeket.

4. Összegzés

A fenti korszakok tárgyalása során láthattuk, hogy mindhárom időszakban ún. „globalizációs kihívással” szembesült a magyar gazdaság- és pénzügypolitika, hiszen mindhárom korszakban a világ gazdaságban bekövetkezett változásokról s ezekkel összefüggő pénzügyi válságokról beszélhetünk. A XIV. század első felében a külkereskedelmi forgalom élenkülése figyelhető meg Európában, melybe Magyarország is egyre intenzívebben bekapcsolódik s eközben kell szembesülnie az európai gazdaságnak az aranyválsággal is. A XVII. század elején az amerikai felfedezések nyomán az európai gazdaságban egy jelentős átrendeződés következik be, melynek keretében a világ gazdaság súlypontja áttevődik az itáliai és dél-német területekről Németalföldre és Angliába, illetve e korra tehetőek a feudalizmusról a kapitalista gazdasági rendre történő átállás kezdeti lépései e területeken, e hagyományos kereskedelmi partnerek hanyatlása a magyar gazdaságot igen hátrányosan érinti s eközben az első nagy európai inflációs hullám problémáival is meg kell küzdeni. A XIX. század utolsó harmadában pedig a békeidők beálltával a világkereskedelmi forgalom jelentős fellendülése figyelhető meg, melynek szereplőjévé válik az Osztrák–Magyar Monarchia is, miközben az ezüstalapú európai pénzrendszer összeomlik.

E korokban a magyar pénzügypolitika megfelelő válaszokat volt képes adni e kihívásokra, legalábbis rövid távon tudta kezelni a válságok okozta feszültségeket, s ezen válaszok alapvetően három kérdéskört érintenek: az államháztartás helyzetét, a nemzetközi fizetési mérleg egyensúlya kérdéseit és a szűk értelemben vett pénzügyi reformot, tehát a pénzrendszer stabilizációját.

Az államháztartás stabilizációja vonatkozásában Károly Róbert a korábbi dominiális államgazdaság helyett kiépíti a regálegazdaságot, új alapokra helyezvén az államháztartást, amely jelentős mértékben a nemzetközi kereskedelembe bekapcsolódó városok adózó képességére és a külkereskedelmi vámbevételekre épít. Bethlen Gábor alapvetően a fejedelmi külkereskedelmi monopóliumokra támaszkodva növeli az államháztartás bevételeit, de nem elhanyagolhatóak a fejedelmi birtokok gazdálkodásának fejlesztéséből, ezen birtokokon megvalósított iparfejlesztésből, a bányászat fellendítéséből származó bevételei sem. A XIX. század végén pedig Wekerle Sándor hajt végre egy államháztartási stabilizációt, melynek

⁶⁷ Szakács 1998. 46–47.

eredményeként több mint 20 év után végre nem deficités költségvetést terjesztettek a képviselőház elé, illetve a jelentős tömegű államjegy forgalomból történő kivonása is sikeresen lezajlott.

A fizetési mérleg egyensúlyát illetően Károly Róbert a külkereskedelmi passzívumot a jelentős magyar aranytermelésre alapozva tudja kezelni, amihez természetesen szorosan kapcsolódik a nemesérc-monopólium intézménye, amely lehetővé tette az európai aranyár magasán tartását a veretlen nemesércek kiáramlásának megakadályozásával, ezáltal Magyarország számára az olcsóbb importot biztosítva, s ráadásul a nemesfémbeváltásból, finomításból jelentős bevételekre tett szert az államháztartás.

Bethlen Gábor korában a magyarországi, illetve az erdélyi arany a jelentős mértékű amerikai aranybeáramlás miatt már sokkal kisebb jelentőséggel bírt az európai pénzforgalomban, de a külkereskedelmi passzívum finanszírozhatósága érdekében továbbra is fontos volt a nemesfémkivitel. Bethlen Gábor szintén élt a nemesérc-monopólium intézményével, bár számára ez már nem az aranyár magasán tartásának eszköze volt, hanem kényszer, egyrészt az importtöbblet finanszírozhatósága, másrészt az Oszmán Birodalom irányában fennálló adó- és egyéb kötelezettségek teljesíthetősége érdekében. Természetesen Bethlen Gábor gazdaságpolitikájában már megfigyelhető az exportteljesítmény tudatos növelése is, a merkantilista gazdaságpolitika jegyei fedezhetőek fel (ráadásul szigorúan állami kézben tartván az exportot az államháztartási egyensúly érdekében is), de ez az exportteljesítmény alapvetően nyerstermékekre korlátozódott, ráadásul a növekvő export miatt csökkenő mértékű külkereskedelmi passzívum nyomán felszabaduló arany mennyiség a későbbiekben jelentősen megemelkedő török adó miatt mégis kiáramlott az országból.

A XIX. század utolsó harmadában a magyar arany már sem a világ aranytermelése tükrében, sem a jelentősen növekedett külkereskedelmi forgalom értékéhez viszonyítva nem bírt jelentőséggel, így a külkereskedelmi passzívum finanszírozhatósága klasszikus eszközzel már nem élhetett a magyar gazdaságpolitika, tehát a passzívum kezelésének új módszerére volt szükség: a tökemérlegen keresztül történő kiegyenlítésre, tehát a külföldön történő állami és magánhitel-felvételre, illetve a részvények útján történő tőkeimportra, ami viszont a későbbiekben majd jelentősen megemelte a kamat-, osztalék- és törlesztő-fizetések miatti kiáramlást, fokozva a fizetési mérleg passzívumát.

A pénzrendszerek stabilizációja mindhárom korszakban sikeresen megtörtént, ami nélkülözhetetlen feltétele volt mind az államháztartás bevételeinek értékes pénzben történő realizálása, mind a külkereskedelmi forgalom lebonyolíthatósága, a nemzetközi fizetési rendszer fenntarthatósága szempontjából. Így Károly Róbert bevezette az aranyforintot, mely évszázadokon keresztül meghatározó szerepet töltött be az európai pénzforgalomban, emellett az ezüst aprópénzrendszer stabilizációja is megtörtént, megszüntette a pénzüjtás intézményét s helyette bevezette a portális adó intézményét. Bethlen Gábor idejében az első európai inflációs hullám Erdélyben sokkal kisebb megrázkódtatást okozott mint más országokban, köszönhetően a fejedelem erőskezü pénzpolitikájának: időben felismerésre került a lengyel pénzek beáramlása miatti veszély, ami az aprópénzek lengyel mintára történő veretéséhez vezetett, 1625-ben kezdeményezőleg lép fel a Habsburg uralkodó irányában az inflációs pénzek forgalomból történő mielőbbi kivonása érdekében, majd válasz hiányában egyedül is megvalósítja a jó pénzek veretését, s az infláció elleni küzdelmében is megnyilvánul abszolutisztikus irányultsága, amikor a limitációk igen szigorú rendszerét vezet be. A XIX. század végének hazai pénzügypolitikája szintén sikeresen kezeli a pénzrendszer problémáit: először az osztrák értékű Forint drasztikus elértéktelenedését megakadályozandó

felfüggesztik az ezüst szabad veretését, ezáltal meggátolva az európai országokban demonetizált ezüst beáramlását a Monarchia területére, 1892-től sikeresen végrehajtják az aranyvaluta-rendszerre történő átállást, – mivel e korban a magyar aranytermelés jelentősége elhanyagolható – az aranybeszerzést érdekében sikeres állampapír-konverziót végrehajtva, melynek eredményeként nem növekszik az államháztartás kamatszolgálata (adósságállománya viszont igen). (S történelmi párhuzamként említhető, hogy Bethlen Gáborhoz hasonlóan ekkor is magyar részről történt a kezdeményezés a pénzreform végrehajtására.)

A fenti sikertörténet-sorozat vonatkozásában viszont sajnálatos módon fel kell hívni a figyelmet bizonyos problémákra is. Károly Róbert ugyan uralkodása idején magasan tudta tartani az aranyárat, de halála után fia, I. Lajos – fivére dinasztikus ábrándjainak oltárán feláldozva – az olcsó importból származó előnyt megszüntette, a nápolyi illetve pápai udvar lekötelezése érdekében 21000 márka, azaz 5250 kg aranyat vitt Itáliába 1344-ben, ami a világ két esztendei s Magyarország hat évi aranytermelésének felelt meg, ezáltal a magyar királyi kincstár aranykészletét ellenérték nélkül piacra dobta, minek következtében az arany értéke rohamosan esett (a két nemesfém értékaránya 1: 10,5–11-re esett).⁶⁸ Ez jelentős károkat okozott a magyar gazdaságnak, amit a későbbiekben az is fokozott, hogy a következő két évszázadban több uralkodó idejében is nem érvényesítették a nemesérc kiviteli tilalmat, mely jelentős veretlen nemesfém kiáramlását eredményezte az ország kárára. Így egyrészt az arany értékcsökkenéséből eredően s passzív lévén a külkereskedelmi mérleg, egyre kevesebb árut kaptunk ellenértékként, másrészt a nemesfémbevéltásból és finomításból származó jövedelem is csökkent. Természetesen az utódok hibás döntéseiért nem hibáztatható Károly Róbert, de azon érdemes elgondolkodni, mennyiben volt szerencsés tartósan berendezkedni az importtöbblet aranykivitellel történő finanszírozására, s nem az exportképes árualapok előállítását ösztönözni. Az igaz ugyan, hogy Károly Róbert – a nemességgel szembeni ellensúlyként – jelentős mértékben támaszkodott a polgárság, a városok gazdasági erejére s ezért támogatta is gazdasági megerősödésüket, de alapvetően a kereskedelmi forgalom fellendítése révén próbálta ezt elérni s nem az ipari termelés fokozását ösztönözte. Érdemes talán arra is felhívni a figyelmet, hogy korábban a középkorban az ezüstpénz jelentős mértékben nem szaporodott, az ezüst nagy része fényűzési cikkekben használtatott fel, nagy tömegű pénzkészlet-felhalmozás csak az aranypénzek elterjedésével volt lehetséges. (A XIII. század második felében lett Európa afrikai aranybehozatala jelentős mértékű, de ez csak a gyarmatok kizsákmányolásával történhetett, hiszen Európa levantei kereskedelme egyenértékű csere esetén mindig passzív lett volna.) Miután bekövetkezik az afrikai arany elapadása a muzulmán terjeszkedés miatt, a XIV. sz. elejétől a XVI. sz. elejéig (az amerikai arany megjelenéséig) Európának saját aranytermelésére kell alapoznia, így Magyarország kitüntetett helyzetbe kerül Károly Róbert korától. Már a későközépkori magyar külkereskedelmi forgalom vonatkozásában megállapítható, hogy az export alapvetően a határforgalom keretében bonyolódott le, tehát a szomszédos területek – Ausztria, Morva- és Csehország, Szilézia – felé irányult, az import alapvetően a világforgalom keretében zajlott, tehát távolabbi – dél-német, itáliai stb. – területekről érkezett.⁶⁹ A kivitel alapvetően nyerstermékekben – élő állatok és állati termékek, bor és gabona – bonyolódott, s nem túl értékes termékekről illetve rövidebb távolságokról lévén szó, jelentős mértékben ezüstben realizálódik a magyar kereskedőknél a bevétel, ugyanakkor a behozatal feldolgozott áruk – alapvetően textil- és vasárúk – formájában jelent meg, s értékesebb termékekből és nagyobb távolságokból eredően aranyban

⁶⁸ Hóman 1921. 136.

⁶⁹ Kovács 1923. 23.

történt az import kiegyenlítése. A nemesfémáramlás aszimmetrikus jellegére utalhat azon tény is, hogy a harmincadot a magyar kereskedők ezüstben rótták le, ezzel szemben a külföldi kereskedők alapvetően aranyban fizettek.⁷⁰ A fentiek alapvetően két fontos tényezőre utalnak: egyrészt a magyar ipar elmaradottságára, másrészt a nagymértékű aranykiáramlásra (amely éves átlagban 1056 kg-ra tehető a későközépkorban⁷¹). S ez a jelentős mértékű aranykiáramlás tette lehetővé a dél-német városok polgárai számára jelentős mértékű pénzkészletek felhalmozását, így a kereskedelmi tőke, az Európát behálózó kereskedelmi vállalatok megalapozását, mely tőkefelhalmozódás így nem a magyar városok kereskedő polgárainál következett be, tartósítva a magyar gazdaság elmaradottságát Nyugat-Európaéhoz képest.

Bethlen Gábor uralkodása idején további problémaként jelentkezik, hogy az amerikai földrész felfedezése utáni európai gazdasági átrendeződés következtében a magyar külkereskedelem hagyományos partnereit jelentő dél-német és itáliai területek elveszítették korábbi jelentőségüket, illetve a határforgalomban szerepet játszó osztrák, cseh és sziléziai területek pedig a háborús viszonyok következtében bírtak csökkenő jelentőséggel. Fentiek következtében természetesnek tekinthető, hogy a Bethlen-korszak kivitelében meghatározó szereplővé válik az Oszmán Birodalom, illetve Havasalföld és Moldva, az viszont már megkérdőjelezhető, hogy e keleti partnerek irányába történő kivitel is nyertermékekre korlátozódik, pedig e területek ipari fejlettsége még az erdélyi állapotokhoz képest is jelentős elmaradást mutat, tehát az iparfejlesztésnek nemcsak a belföldi igények kielégítése (s így az importigény csökkentése), hanem az exportlehetőségek szempontjából is nagyobb figyelmet kellett volna szentelni. Természetesen nem vonható kétségbe, hogy Bethlen tett jelentős lépéseket egyes ipari kultúrák meghonosítása érdekében, de arról sem szabad megfeledkezni, hogy ezen iparfejlesztés, manufaktúra-alapítás a fejedelmi birtokokra összpontosult, illetve több szempontból is sértette a céhes ipar érdekeit (limitációk, versenyt támasztó tevékenysége), továbbá lehet hogy erős polgárság hiányában és a gyorsított fejlesztés érdekében szükség volt az erősebb fejedelmi szerepvállalásra (sőt bizonyos felhalmozás a fejedelmi kincstárban be is következett), de ezen centralizált iparpolitika – s a hasonló módon monopolizált külkereskedelem – hosszabb távon visszaütött. A 40-es évektől visszaesés figyelhető meg a gazdaság teljesítményében (hiszen a 30-éves háború kimerítő hatása ekkor már egyértelműen érvényesül, s I. Rákóczi György még erőskezű fejedelemként értékelhető, de II. Rákóczi György s különösen Apafi igen rossz emlékű uralkodó), így a 40000 aranyforintos török adó az egyre inkább passzívra váló külkereskedelmi mérleg mellett egyre nehezebben volt előteremthető, így a korábbi tartalékok felélése vált szükségessé. Éppen mivel a korábbi fellendülés az export vonatkozásában a fejedelmi, centralizált gazdálkodás révén vált lehetségessé, a későbbi zilált politikai viszonyok, gyenge kezű uralkodók mellett a fejedelmi export nem működik s a ki nem fejlődött polgári gazdaság hiányában nem lehet tovább fenntartani a korábbi teljesítményt, így a következő évszázadban, az Erdélyi Nagyfejedelemség idejében az erdélyi rendek hiába állnak elő rendszeresen az ipar- és kereskedelem fejlesztésére vonatkozó tervekkel,⁷² az állami gazdaságpolitika részéről nincs fogadókészség ezen tervek kivitelezésére, a Habsburg-politika Erdélyt – s természetesen Magyarországot is – nyersanyag- és élelmiszerellátó szerepre kárhóztatta.

⁷⁰ Kováts 1923. 21.

⁷¹ Kováts 1923. 29.

⁷² Somai 2001. 21–22.

A XIX. század utolsó évtizedei vonatkozásában arra kell felhívni a figyelmet, hogy a passzív külkereskedelmi mérleg finanszírozása érdekében a tovább már rendelkezésre nem álló „klasszikus megoldás” – a nemesfémkivitel – helyett hiába folyamodott a Monarchia a tőkemérleg ellensúlyozó szerepében rejlő megoldási módokhoz. Azt természetesen nem szabad tagadni, hogy az ország tőkeszegénysége következtében a – Bethlen Gábor korához hasonlóan gyorsított – gazdaságfejlesztés, az ipari termelés fokozása érdekében szükség volt a külföldi tőke nagyobb mértékű igénybevételére, de a beáramló tőke korábban tárgyalt igen szerencsétlen szerkezete következtében legfeljebb az importigény csökkentéséhez járult hozzá bizonyos mértékben, az exportteljesítmény fokozása szempontjából szerepe elhanyagolható volt, így a törlesztésekkel, kamatokkal és osztalékokkal kapcsolatos fizetési kötelezettségek a későbbiekben a továbbra is passzív külkereskedelmi mérleg mellett egyre nehezebben elviselhető terhet jelentettek, az újabb külföldi tőkebevonások már ezen terhek finanszírozásában is egyre fontosabbá váltak, miközben a külföldi tőke érdeklődése visszafogottabbá vált a századfordulót követően. Ez végül az első világháborút megelőző években már a korábban felhalmozott aranykészletek kiáramlásához vezetett, melyek egy korábban sikeresnek minősített állampapír-konverzióhoz kapcsolódóan kerültek jelentős részben beszerzésre, mely siker alapvetően annak volt tulajdonítható, hogy nem növelte az államháztartás kamatszolgálatát, ellenben az adósságállományt igen, s ebből következően a később teljesítendő törlesztéseket is, ami a nemzetközi fizetési mérleg egyensúlyával kapcsolatos problémák fokozódása irányába mutatott.

A három korszak összehasonlítása során talán még egy kérdésre célszerű irányítanunk a figyelmet: a magyar pénzügypolitikának a kihívásokra adott válaszai gyorsaságára. Károly Róbert az európai aranyválságra igen gyorsan reagált, sőt a nemesérc-monopólium intézményének bevezetésével a többi európai állam számára a válságot elnyújtotta s kikáznáta Magyarország kitüntetett szerepét az európai aranytermelésben, így tulajdonképpen pénzügypolitikájával irányította az európai pénzügyi folyamatokat. Bethlen Gábor az első európai inflációs kihívásra gyors és határozott választ adott, a magyar arany csökkenő európai szerepével és a világ gazdasági ártrendeződés hatásaival szembesülve merkantilista gazdaságpolitikájával próbálta az exportot bővíteni, de ő már nem irányította az európai folyamatokat, hanem alkalmazkodni próbált. S bár véleményem szerint a túlzottan centralizált gazdaságfejlesztés hosszabb távon káros következményekkel is járt, egyrészt indokolható Erdély gazdasági elmaradottsága miatt a gyorsított, így jelentősebb állami aktivitással járó gazdaságpolitika, másrészt mind saját korában, de különösen utódai idején Erdély igen szerencsétlen világpolitikai konstellációval volt kénytelen szembesülni, melyért igazán nem a fejedelem hibáztatható. Végezetül a XIX. század utolsó harmadában a magyar pénzügypolitika reakciója az európai pénzügyi rendszer változásaira igen lassúnak bizonyult, hiszen más európai államokat évtizedekkel elmaradva követtünk csak az aranyvalutára történő átállás vonatkozásában. Azt is meg kell állapítanunk, hogy bár végül a magyar gazdaságpolitika felismerte a torz iparszerkezetben rejlő veszélyeket s lépéseket tett a hazai polgárságra alapozódó iparfejlesztés irányába, e korrekcióra csak a korszak második felében került sor. Mindezek tükrében a magyar pénzügypolitika „sikeres” korszakait illetően árnyaltabb megközelítésre van szükség, s a bőséges aranykészletek illetve a külföldi tőke finanszírozó szerepét illetően fel kell hívni a figyelmet egy ún. „elkényelmesítő effektusra”, vagyis arra, hogy könnyen vezethet a megfelelő exportképes árualapot biztosító – s a polgári kezdeményezésekre építő – gazdaságfejlesztés elhanyagolásához.

Felhasznált irodalom

- Bácskai T. (szerk.) 1993: *A Magyar Nemzeti Bank története I., Az Osztrák Nemzeti Banktól a Magyar Nemzeti Bankig 1816–1924.* KJK, Budapest.
- Bekker Zs. szerk. 2002: *Gazdaságelméleti olvasmányok 2. Magyar közgazdasági gondolkodás (a közgazdasági irodalom kezdeteitől a II. világháborúig).* AULA, Budapest.
- Buza J. 1991: Az első európai infláció és magyarországi hatása (1618–1628). *Társadalom és gazdaság* 88–103. o.
- Büky J. 1937: *Ausztria papírpénzkibocsátásának története a XVIII. század közepétől 1850-ig.* (Doktori értekezés, benyújtva a m. kir. József Nádor Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Közgazdaságtudományi Karán), Budapest.
- Gr. Desseffy A. 1878: Az arany jövője. *Nemzetgazdasági Szemle*, 2, 31–57. o.
- Gr. Desseffy A. 1877: A kereskedelmi szerződések megújítása előtt. *Nemzetgazdasági Szemle*, 1, 72–90. o.
- Fellner F. 1911: *A valuta rendezése Magyarországon, különös tekintettel a készpénzfizetések megkezdésére.* Grill Károly Könyvkiadóvállalat, Budapest.
- Hóman B. 1916: *Magyar pénztörténet 1000–1325.* Magyar Tudományos Akadémia, Budapest.
- Hóman B. 1921: *A Magyar Királyság pénzügyei és gazdaságpolitikája Károly Róbert korában.* Budavári Tudományos Társaság, Budapest.
- Hóman B. – Szekfű Gy. 1935: *Magyar történet III. köt. Királyi Magyar Egyetemi Nyomda,* Budapest.
- Honvári J. szerk. 1996: *Magyarország gazdaságtörténete a honfoglalástól a 20. század közepéig.* Aula Kiadó, Budapest.
- Huszár L. 1975: *Habsburg-házi királyok pénzei 1526–1657.* Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Huszár L. 1995: *Az Erdélyi Fejedelemség pénzverése.* Akadémiai Kiadó, Budapest.
- Imreh I. 1992: *A fejedelmi gazdálkodás Bethlen Gábor idejében.* Erdélyi Múzeum Egyesület, Kolozsvár.
- Imreh I. 1999: *Erdélyi eleink emlékezete, 1550–1850: társadalom- és gazdaságtörténeti tanulmányok.* Teleki László Alapítvány – Polis, Budapest – Kolozsvár.
- Kautz Gy. 1868: *A nemzetgazdasági eszmék fejlődési története és befolyása a közviszonyokra Magyarországon.* Heckenast, Pest.
- Kováts F. 1923: *A magyar arany világtörténeti jelentősége és kereskedelmi összeköttetéseink a Nyugattal a középkorban.* (Különlenyomat a Történeti Szemle 1922. évi 1–4. füzetéből), Budapest.
- Lukinich I. 1914: Egy erdélyi kereskedelmi társaság terve 1703-ból. *Századok*, 464–476. o.
- Rádóczy Gy. 1972: *Az Osztrák–Magyar Monarchia pénzügyei a XIX. század második felében.* Magyar Numizmatikai Társulat Évkönyve, 43–68. o.
- Rádóczy Gy. 1984: *A legújabb kori magyar pénzek.* Corvina Kiadó, Budapest.
- Somai J. szerk. 2001: *Az erdélyi magyar gazdasági gondolkodás múltjából (XIX–XX. század).* Romániai Magyar Közgazdász Társaság, Kolozsvár.
- Szakács S. 1998: *Gazdaságtörténet II.* SZÁMALK Kiadó, Budapest.
- Tomka B. 1999: *Érdek és érdektelenség. A bank-ipar viszony a századforduló Magyarországon 1892–1913.* Multiplex Media – Debrecen U. P., Debrecen.
- Trócsányi Zs. 1976: *Az Erdélyi Fejedelemség korának országgyűlései* (Adalékok az erdélyi rendiség történetéhez). Akadémiai Kiadó, Budapest.

A pénzügyi integráció hozadékai a világgazdaságban Empirikus tapasztalatok 1970–2002

Magas István*

Vannak-e jól azonosítható pozitív fejleményei a pénzügyi globalizációnak a fejlett ipari államokban, illetve a fejlődő országokban? Erre a kérdésre kínál megerősítő választ a tanulmány, amely két részből áll. Az első részben bemutatjuk, hogy a pénzügyi integráció jelentős pozitív eredményekkel járt a hosszabb és rövidebb időszakokat tekintve is. Az elmúlt másfél évtizedben a legfejlettebb OECD tagországokban a konjunkturális ingadozások átlagos mértéke csökkenő tendenciát mutatott. Ez a konklúziója azoknak a viszonylag egyszerű makro-volatilitást leíró statisztikáknak, amelyekkel több ide vonatkozó empirikus tanulmányt, Taylor (1999), Bergman et al (1998), Dalsgaard et al (2002) megerősítünk. Egy hosszabb, négy évtizedes és egy rövidebb, 15 éves perspektívában a világgazdaság fejlett államaiban általában és különösen két vezető országában, az USA-ban és Németországban a belső piaci üzleti ciklusok kilengései kifejezetten csökkentek, ez az, ami jórészt, egy pozitív, bár mechanizmusát vizsgálva nem teljesen tisztázott, globalizációs fejleménynek számít. A második részben a pénzügyi nyitottság és a gazdasági növekedés összefüggéseit vizsgáljuk a fejlődő világban. Számba vesszük a nyitás költségeit és hasznait, és végső következtésként azt találtuk, hogy a pénzügyi nyitást kísérő fokozott óvatosság a sajátos, új kockázatok megjelenése miatt mind a kölcsönnyújtók mind a hitelfelvevők részéről indokolt. De ez nem csaphat át egy általános pesszimizmusba, mert számos pozitív példa igazolja, hogy az elmúlt két évtized intenzív globalizációs szakaszában a fejlődő országokban az intuitív sejtés – és az idevágó empirikus tanulmányok – feltevése, hogy ti. „a pénzügyi nyitottság segíti a növekedést”, az általános esetben igaznak mutatkozott.

1. Bevezető

A globalizációt olyan folyamatnak tekintjük, amely az áruk és termelési tényezők mind szabadabb világgazdasági áramlását segíti, és amelynek alapvető hajtóereje a technikai haladás és a nemzeti piacok nemzetközi liberalizációja, deregulációja. A globalizálódás erősödő folyamata, amely mind a termék, mind a tényezőpiacon megfigyelhető volt az elmúlt három évtizedben számos jóléti (a mikroökonómiai értelemben vett) következménnyel járt, amelyeknek egy része azonban mind a mai napig nem tisztázott megnyugtatóan. A nemzetközi kereskedelemről nyerhető előnyök, a specializáció nyújtotta output növekedés ténye régóta nyilvánvaló, és kvantitatív értelemben sem kérdőjeleződött meg. A tényezőpiacok globalizációja ezzel szemben számos kritikát, de minimum ellenérzést vetett fel, különösen, pedig a globális tőkepiacok működése kapott fokozottabb kritikát. A globális tőkepiacok integráltsága jóval erőteljesebb, mint a munkapiaci integrációé. Utóbbinak az előrehaladása közismerten jóval nehezebb, és következményeiben sem tisztázott oly-

* Magas István, C.Sc., egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, Közgazdasági Kar, Világgazdasági Tanszék (Budapest).

annyira, mint a pénz- és tőkepiaci integráció. A tőkepiaci folyamatok globalizációjának elméleti és pláne jól mérhető nettó előnyei azonban sok tekintetben szintén nem egyértelműek. További, immáron kellemetlen gyakorlati globalizációs fejlemény, hogy a világ-gazdaság ún. feltörekvő piacaiban a gazdaságpolitikai összehangolás hiánya és a gyors nemzetközi tőkeerővel liberalizáció jelentős zavarokhoz, sőt válságokhoz vezetnek, amelyek primer okaként a tőkeáramlás bizonytalanságait szokták leginkább emlegetni. A jövőt illetően sürgető mozzanat, hogy a globalizáció által kiváltott konjunktúra-ingadozások elméleti-módszertani alapjai is meglehetősen kiforratlanok, mindazonáltal a pozitív hatásokat azonosítani igyekvő empirikus eredmények bár biztatóak, még markánsan több irányba mutatnak.

Az elméletileg viszonylag szilárdan megalapozott pozitív jóléti hatás dominánsan az, hogy a nagyobb pénzügyi integráció folytán a belföldi fogyasztásban könnyebben lehet kisimítani a hazai és a külföldi eredetű sokkokat mind a nemzetközi hitelnyújtás mind a hitelfelvétel által, akár a vállalat és az egyén, akár pedig a kormányok szintjein. A belföldi fogyasztás kilengései elvben tehát jól simíthatók a globalizációs csatornák megnyílása jóvoltából. A nemzetközi pénzügyi integráció azonban jelentős mértékben növelheti a belső pénzpiaci kilengéseit a fogyasztás import szerkezetének átalakítása által, különösen teljesen liberalizált tőkeáramlás esetén. Az egyik makacs bonyodalom, hogy a pénzpiacok (kamatok) jelentős ingadozását a kibocsátás és a beruházás is követik az esetek többségében. Sajátos nehezítő tényező az is, hogy az alkalmazkodást segítő hazai fiskális és monetáris politikák annak függvényében lehetnek hatásosak, hogy a hazai pénzpiac nemzetközileg mennyire integrált (Sutherland 1996, Obstfeld-Rogoff 2003). De az is elképzelhető, sőt a valóságban már be is következett fejlemény, hogy a nemzeti pénzpiacok integráltsága és mind fokozottabb specializálódása folytán a belföldi konjunkturális kilengés jóval nagyobb lehet éppen az erősebb nemzetközi integráció és külgazdasági specializáció okán. Ez, pedig különösen egy-egy szektor jelentős külpiazi függősége esetén, még inkább sérülékenyvé tehet egyes országokat. Ha az érintett globálisan nyitott szektorokban a vállalatoknak jelentős hazai piaci erejük van, akkor a belföldi termékár ingadozásával jórészt kivédhetik a kedvezőtlen külső sokkokat, de csak ebben az esetben. Jelentős nemzetközi versenyhelyzetben és erős külföldi piaci befolyás esetén ugyanez a lehetőség már nem áll fenn, tudniillik ekkor a piac már jóval árérzékenyebb.

Alapvetően az előbb elmondottak miatt, a konjunkturális ingadozások természetének megértésében, (és így leírásában is), egy mind fokozottabban globalizálódott világ-gazdaságban jóval nehezebb az elemző dolga. Mégis, összességében a globális pénzügyi integráció végső eredményének, jóléti mérlegének megítélésekor az intuitív és az empirikus válasz is inkább az, hogy a pénzügyi piacokon bekövetkezett nemzetköziesedés több hasznot hoz, mint amennyi kárt okoz. A globalizáció kikényszeríti ugyanis, hogy bizonyos, a növekedést gátló tényezők háttérbe szoruljanak. Ez a megállapítás akkor is hihetőnek tetszik, ha jelenleg a pénzügyi integráció, a belföldi makro-változók ingadozása és az output növekedés közötti kapcsolat jellege elméletileg nem megnyugtatóan tisztázott. Amint azt a továbbiakban látni fogjuk valóban sok a nehézség, főleg azon empirikus tanulmányok számára, amelyek éppen azokat az állandó globális mechanizmusokat igyekeznek azonosítani, amelyek vélhetően szerepet játszanak az iparilag fejlett országokban az outputingadozások tompításában, illetve általában a makro-volatilitás moderálásában. Ezt a kutatói ösztintet fejezik ki a témakörben mértékadónak számító szerzők (Denizer et al. 2000, Kneler – Young 2001, Doepke 2002), amikor mindannyian – egyszerre többféle – teljes bizonyos-

sággal nem azonosítható mechanizmus jelenlétéről beszélnek. De szintén ezt, ti. a mérhető pénzügyi globalizációs eredmények némiképp bizonytalan jellegét erősíti meg a 2. táblázatban kivonatszerűen bemutatott, a témában készült fontosabb empirikus tanulmányokat összefoglaló körkép is.

A nyilvánvaló elméleti és gyakorlati számbavételi nehézségek miatt a tanulmány első részében inkább egy leíró statisztikákkal dolgozó, a konjunktúraingadozásokat mindazonáltal jól bemutató történelmi perspektívában próbáljuk elemezni a pénzügyi globalizáció eredményeit a fejlett ipari országokban. A konjunktúra ciklus volatilitását úgy definiáljuk, mint a makro mutatóknak a hosszú távú trendtől való eltérése, melynek mérőszáma a szórás vagy annak négyzete, a variancia. A legfontosabb következtetés, hogy az OECD tagországokban az üzleti ciklus kilengései az elmúlt 5 évtizedben csökkenő tendenciát mutattak. A csökkenés egyik fontos – igaz hatásmechanizmusaiiban nem teljesen tisztázott – magyarázó tényezője a pénzügyi integráció.

A második részben a pénzügyi globalizációnak a fejlődő országokban érzékelhető hozadékait vesszük számba, mindenekelőtt a növekedés-serkentés és a pénzügyi nyitottság összefüggéseit vizsgálva. A végkövetkeztetésünk az, hogy az elmúlt két évtized intenzív globalizációs folyamata és velük a növekvő pénzügyi nyitottság általános esetben, a mérési nehézségek dacára gazdaságélénkülést, illetve jóléti növekedést hozott a fejlődő országok jelentős csoportjai számára is.





2. Üzleti ciklusok és csökkenő makro-volatilitás a fejlett ipari államokban

2.1. Egy történelmi perspektíva

Pusztán az elmúlt másfél évtizedet tekintve, a legfejlettebb OECD tagországokban a konjunkturális ingadozások átlagos mértéke csökkenő tendenciát mutatott. Ez a konklúziója több ide vonatkozó empirikus tanulmánynak, mind az országok, mind, pedig a vizsgált időhorizont egészét áttekintő metszetben (Taylor 1999, Bergman et al 1998, Dalsgaard et al 2002). Meglehetősen egyértelmű következtetése ezeknek a gyakran hivatkozott empirikus kutatásoknak is, hogy a beruházási ciklusok ingadozása a mai napig tartós és jelentős volt, és számottevően meghaladta a többi makromutató kilengését. A beruházási ciklusok pontos magyarázata és főleg előrejelzése tehát ma is komoly gondokat okoz. Ugyanakkor, a pénzügyi globalizáció hosszabb és rövidebb időszakokat tekintve is, a fejlett ipari országokban hozott olyan pozitív világgazdasági eredményeket, amelyek összefoglalva egy csökkenő makro-volatilitásban jelölhetők meg.

A korábbi, jóval hosszabb időszakokat áttekintő empirikus munkák általában négy jól elkülöníthető periódust vizsgálnak a világgazdaság elmúlt évszázadbeli történetében, nevezetesen az aranystandard rendszer (1870–1914), a két világháború közötti időszak (1914–1949), a Bretton Woods-i kötött árfolyam rendszer (1945–1971) és az 1972-től induló, a napjainkig tartó lebegő árfolyamokkal és liberalizált tőkepiacokkal jellemzett utolsó „intézményesen” globalizálódó szakaszt. Ezeket a jól elkülönülő szakaszokat, jellemző folyamatokat illusztrálják az 1. táblázat illetve az 1. ábra. Az adatokat ebben a négyes felosztásban tekintve, és az elmúlt 130 évet és 15 legfejlettebb OECD országot vizsgálva, jól előtűnik az a tendencia, amelyben a világháborúk közötti éveket erős konjunkturális kilengések jellemezték, legalábbis az aranystandard rendszerrel való összehasonlításban. A Bretton Woods-i konjunktúra ciklusokat jellemző átlagos makro-volatilitás lényegében visszasüllyedt abba a

1. táblázat. Globalizáció és a pénzpiacok jellemzői történelmi perspektívában

Jellemzők	1870–1914 aranystandard	1914–1939	1945–1971 Bretton Woods	1972 – jelen
A kereskedelmi integráció foka	Magas fokú integráció	Dezintegráció	Viszonylag alacsony fokú integráltság	Gyorsan növekvő integráció
A tőkeforgalmi korlátozások mértéke	Alacsony	Széleskörű korlátozás	Erős korlátozás	Korlátok fokozatos lebontása
A tőkeáramlás mértéke és iránya	FFM hiányok, jellemzően a GDP 4–5%-át tették ki. A tőkeáramlás főleg a gazdagból a szegény országokba. A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markáns különbsége		A tőkeáramlás főleg a gazdagból a gazdag országokba. A bruttó és a nettó tőkekihelyezési pozíciók markáns különbsége	Portfólió beruházások növekvő jelentősége; tőkeáramlás inkább a fejlett országok között. Külföldi adósság és hitelezés közel azonos, a nettó tőkeáramlás csekély.
Árfolyamrendszer típusa	Kötött		Jobbára kötött	Rugalmas
Sokkok forrása	Üzleti ciklus; aranypiacok; gazdaságpolitika; fiskális és monetáris politikák korlátozott szerepe	Hibás makropolitikák (1919–21)	Emelkedő költségvetési hiányok és növekvő adósság ráták (adósság-állomány/GDP)	Olajválságok és világgazdasági költségrobbanás
Pénzügyi integráció és hatékonyság foka	magas	alacsony	alacsony	fejlett
Makro-változók & Volatilitása (Lásd a jelölést az 1. ábrán ebben a sorrendben)	(1.ábra első oszlopa) 	(1.ábra második oszlopa) 	(1.ábra harmadik oszlopa) 	(1.ábra negyedik oszlopa) 

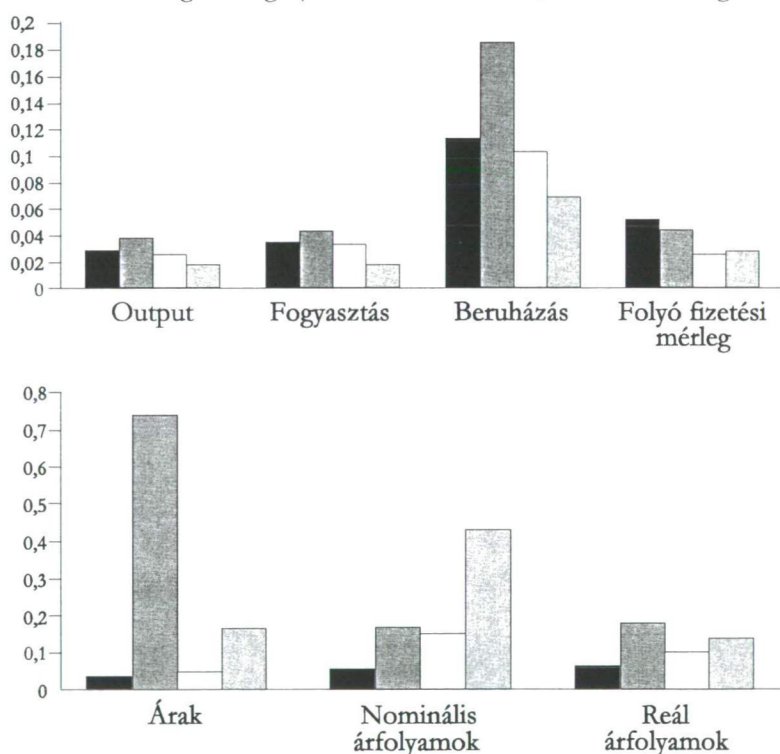
Forrás: Saját szerkesztés

zónába, amelyet az aranystandardban szokhattunk meg. Amint az 1. ábrán jól látható, a vizsgált időszakok mindegyikében a beruházások mutatták kiugróan a legnagyobb ingadozást

(a szórás a GDP %-ában kifejezve). Az elmúlt négy évtizedben a beruházások átlagos ingadozásának mértéke, a két világháború közötti időszakhoz képest kevesebb, mint a felére mérséklődött. A csökkenés elsősorban a fogyasztás és a beruházási szintek jóval kisebb kilengéseinek volt köszönhető¹. Ennél is öröndetesebb fejlemény, hogy az átlagos ingadozás mértékének közel 50%-os csökkenése, mindegyik makro mutató esetében, (tehát az output, a fogyasztás és a folyó fizetési mérlegben is) bekövetkezett. A legutolsó, a főbb valutákat tekintve a rugalmas árfolyamokkal jellemzett, immáron egyértelműen intenzív globalizációs szakaszban, pedig a makro-volatilitás még inkább csökkent. Mind az output és a fogyasztás, mind pedig a beruházás és a folyó fizetési-mérleg hiány ingadozások csökkentek a GDP százalékában kifejezve. Történelmi visszatekintésben tehát ez a stabilitásnövekedés egy jelentős globalizációs eredmény, amelyet sietni kell elismerni! A Bretton Woods alatti és utáni, azaz a jelenig tartó időszakban a nominális és a reálárfolyam volatilitása alapvetően különböző képet mutatott, mint a hagyományos reál aggregátumok ingadozása. Amíg az árak és az árfolyamok kevésbé ingadoztak a kötött árfolyamrendszerben, addig a lebegő rendszerben a nominális

1. ábra. Makró változók volatilitása történelmi perspektívában
(az aranystandardtól a lebegő árfolyamokig)

Az OECD országok átlaga (szórás a GDP %-ban, szezonálisan kiigazítva)



Forrás: Basu and Taylor (1999)

¹ Ennek részletes okairól lásd: Dalsgaard (2002), Obstfeld–Taylor (2002).

árfolyamok változása igen jelentős mértékűnek mutatkozott (1. ábra). Ez lényegében nem meglepetés. De az már kifejezetten elgondolkodtató, hogy a nagyobb nominál árfolyam ingadozás nem tükröződött erőteljesen a reálárfolyamokban ahogy az a vásárlóerő-paritás valutapiaci érvényesülésének bizonyított tökéletlensége miatt várható lenne².

2.2. Konjunktúraingadozások az OECD országokban 1970–2002

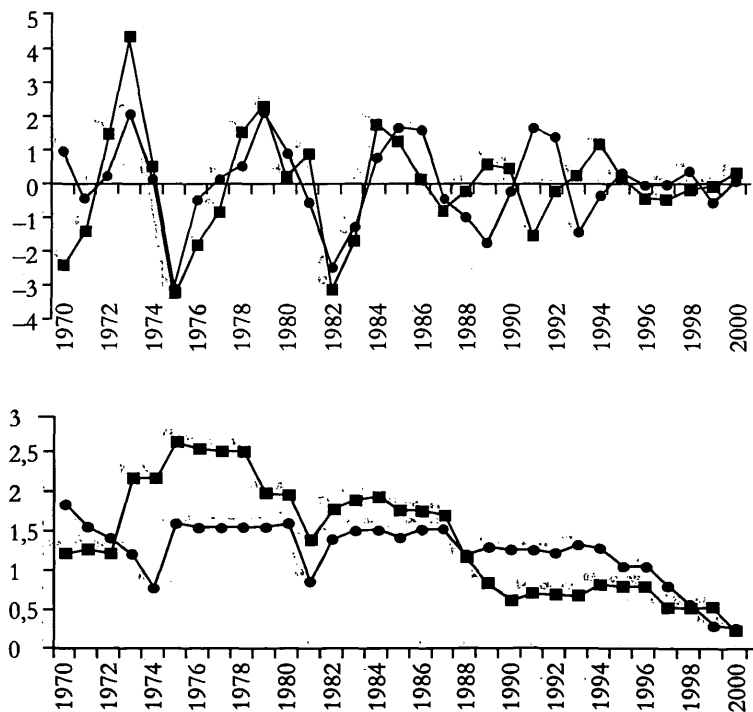
A 2A. ábra talán sokkal szemléletesebben fejezi azt a tényt, hogy az elmúlt három és fél évtizedben a világgazdaság két vezető országában, az USA-ban és Németországban (a volt NSZK-ban), amelyeket a nemzetközi konjunktúra gyakori lokomotívjaként is méltón emlegetünk, a belső piaci üzleti ciklusok kilengései számottevő mértékben csökkentek. A 2A ábra konkrétan azt mutatja, hogy az 1970–2000 közötti időszakban az ún. output szakadék (a potenciális és tényleges kibocsátás különbsége), a GDP százalékában mérve, jelentős csökkenést mutatott mindkét ország esetében. Hasonlóképpen, ha magának az output szakadéknak a szórását tekintjük, mint a globalizáció által befolyásolt (véltetően simított) egyik változónak, akkor mindkét említett ország estében ugyanaz a markánsan csökkenő kép

2. ábra.

A. felső diagram: a konjunktúra ciklusok kilengései Németországban és az USA-ban, 1970–2001

(output szakadék, a potenciális és tényleges output különbsége, a GDP százalékában)

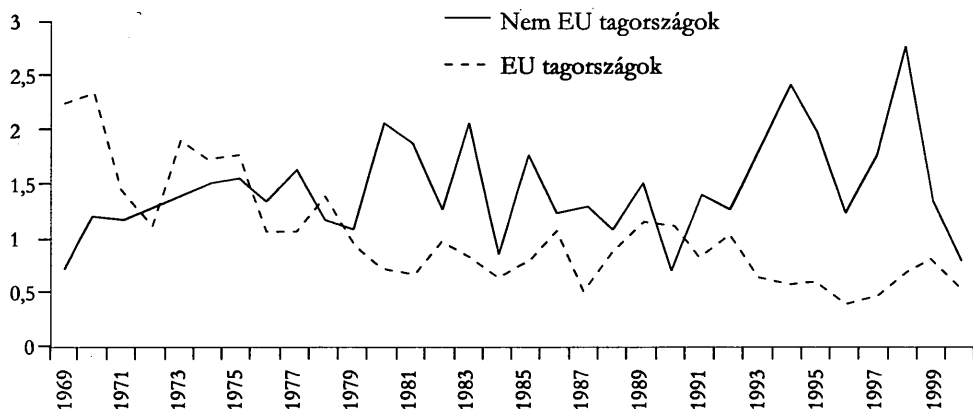
B. alsó diagram: az output szakadék szórása, 1970–2001 (a GDP %-ában)



² Mindazonáltal ezen általánosan kedvező folyamat mellett, további körütekintő elemzést igénylő nem triviális jelenség volt a rövidtávú kamatok igen nagyfokú volatilitása az elmúlt évtizedben (Stock–Watson 2002).

rajzolódik ki (2B. ábra). Ez is egy olyan pozitív, a globlizációnak köszönhető fejlemény, legalább is amennyiben az output-ingadozások csökkenése a két ország mind intenzívebb egymásközi, illetve főleg az iparilag fejlett régiókn belül megvalósuló kereskedelmi és beruházási tevékenységének a folyománya.

3. ábra. Az output szakadék szóródása az OECD országokban, illetve az EU-ban (a GDP %-ban) 1969–2001



Forrás: OECD és World Economic Outlook Database

A 3. ábra, amely az 1969–2000 közötti időszakra az output szakadék szórását már két, egyenként jóval nagyobb ország-csoport, jelesül az OECD és az EU tagállamok együttes makro- teljesítményét próbálja megragadni. Igaz, ez az ábra már nem mutat teljesen egyértelmű csökkenést, különösen nem az OECD egészét illetően, ahol az output-szakadék szórások átlaga a GDP 1,5% körül volt. Ez még mindig meglehetősen magas output-teljesítményingadozás. Az EU tagállamokban, bár eléggé enyhe, mégiscsak tartós csökkenésről beszélhetünk.

A világgazdaság meghatározó nemzetgazdaságai közül a legtöbb és legkimerítőbb adatsorral, és így az empirikus kutatás számára megfelelő célpontról az USA esetében beszélhetünk. Az amerikai gazdaság üzleti ciklusait vizsgáló újabb kutatások feltárták, hogy a kilengéseket meghatározó tényezők számottevően változtak az elmúlt másfél évtizedben az USA esetében is (Stock-Watson 2002). Ugyanakkor nehéz volt olyan egyértelműen azonosítható időszakot vagy eseményt magyarázni, amelytől kezdődően az üzleti ciklus ki-lengései markánsan alábbhagytak volna, vagy valamilyen tartós és egyértelmű összefüggést sejtettek volna. Inkább arról volt szó, hogy az USA-ban is egy folyamatos csillapodásról beszélhetünk, amelyben az 1973–74-es és az 1980-as évek a nagyobb volatilitásukkal – feltéte-letőleg az olajár-robbanással összefüggésben – „kilógtak” a hosszú távú trend átlagából. Egy jelentős, ha tetszik markánsan új, globalizációs fejlemény azonban világosan kirajzolódott az USA beruházási ciklusainak a vizsgálatakor. Az amerikai megtakarítások felhasználásában, tehát még magán az amerikai tőkepiacon belül maradv, kifejezetten népszerűvé váltak a nemzetközi részvényekbe fektető portfólió beruházások (főleg nyílt végű befektetési alapok formájában), amelyek érthető módon akkor mutattak fel (USA dollárban jegyezve) kiemel-

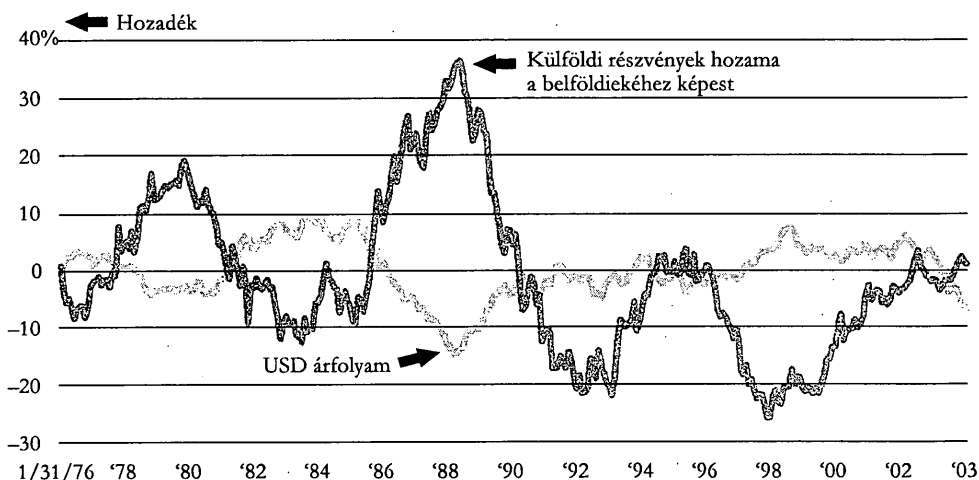
2. táblázat. Konjunktúraciklus és pénzügyi globalizáció a fejlett ipari országokban: empirikus eredmények a szakirodalomban

Fontosabb empirikus tanulmányok	Alkalmazott módszer	Eredmények
Razin and Rose (1994)	OLS (hagyományos, legkisebb négyzetek) regresszió 138 ország 1950–1988. A tanulmányban szerepeltetett függő változó a fogyasztás, beruházás és az output, ill. ezeknek szezonálisan kiigazított szórása.	Tartós, átmeneti és különleges, egyedi ún. idio-szinkron sokkok közötti különbségtétel. A tőkemérleg és a fizetési mérleg különböző deficitese szakaszai nincsenek ki-mutatható hatással a makro-volatilitásra. Magyarázat: nehéz különbséget tenni a közös és az elkülönülő egyedi sokkok között.
Cecchetti-Krause (2001)	OLS regresszió 23 OECD ország 2 időszak 1982–89, 1990–97. Változó: a kibocsátás és az infláció változásának súlyozott összege.	A makro-volatilitás csökkenése jórészt az állami bankok privatizációjának és az export-betétbiztosításnak volt köszönhető.
Denizer-Iyigun-Owen (2000)	Kvázi OLS panel, 70 ország, 4 időszak (1956–1998). Az output, a fogyasztás, a beruházás és a növekedés szórását vizsgálták.	A fejlett pénzpiacokkal bíró országok kisebb output illetve beruházás-fogyasztás-ingadozást mutattak; a volatilitás a makro-mutatók tekintetében a jelenhez közeledve egyre kisebb lett.
Easterly-Islam-Stiglitz (2000)	Panel OLS regresszió 60–74 ország között, 2 időszak: 1960–78, 1970–97. a függő változó a növekedés változása ill. az egy főre jutó jövedelem szórása.	A nyitottság, Export/GDP, és az m1, a monetáris bázis szórásnövekedése pozitív hatásúak a volatilitásra; a privát szektor hitelállománya (a GDP százalékában) negatív hatással volt a szórásnégyzetre. A privát tőke beáramlás nem mutatott szignifikáns hatást; a kereskedelmi nyitottság segíti a növekedést; a nagyobb növekedés csökkenti a makro-volatilitást. A bérek rugalmatlansága nem magyarázta a makro ingadozást.
Karan-Song (1996)	21 OECD ország kereszt-metszeti panel-regresszió.	A pénzmennyiség volatilitása (a monetarista ciklus) a beruházást és a kormánykiadásokat mérsékli. Az üzleti ciklus keynesi-ánus magyarázata: a teljes tényező termelékenység (total factor productivity, TFP) mint a kínálati sokkok mérője a reálüzleti ciklus jó mérőszáma. A beruházásokkal összefüggő konjunktúra ciklusként írja le a vizsgált mutatók hullámzását.

Forrás: Saját szerkesztés

kedő hozamokat, amikor maga az amerikai dollár gyenge volt a világgazdaság többi vezető valutájával szemben. Az amerikai magán befektetők által is követett portfólió-befektetések nemzetközi diverzifikációja és ezzel a globális forrásszerzés és terítés igen nagy lendületet vett. 1976–2003 között háromszor is kialakult, olyan kifejezetten gyenge amerikai dollárral jellemzett időszak, amikor a globális részvény- és kötvény-befektetés nagyon profitábilissá vált. Ennek a különleges, a belföldi értékpapír-befektetés hozamait jelentősen meghaladó árfolyam-alakulásnak a számszerű részleteit, illetve az egyes éveit mutatja be a 4. ábra.

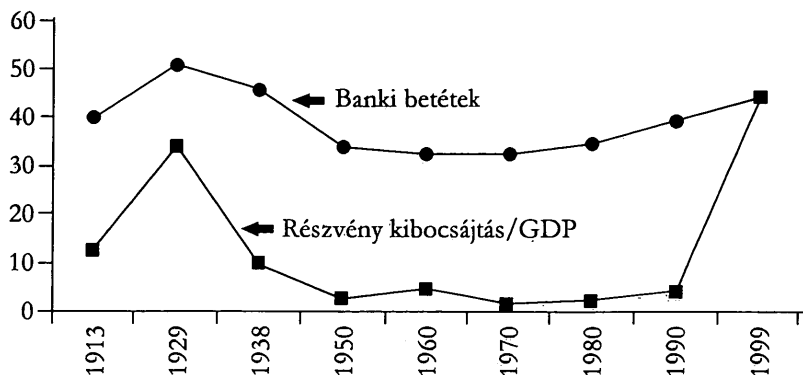
4. ábra. Az USD, valamint amerikai és külföldi részvények árfolyam-alakulása (USD-ban jegyezve, 1976–2003)



Forrás: T. Rowe Price Associates

Az ábrán három ilyen, dollár gyengeséggel jellemezhető időszak volt, nevezetesen az 1977–1984, az 1986–1991, és a 2002-jelen közötti évek, amelyekben az amerikai belföldi részvények teljesítményét a külföldi részvények dollárban mért hozama majd 40 százalékponttal is meghaladta. A tőkepiacok globalizálódásának mindenképpen pozitív fejleménye, hogy erősítette egy nemzeti valuta (ebben az esetben az USA dollár) vagyontárgy jellegét. Evvel az erősödéssel ugyanis minden amerikai belföldi megtakarító szélesíthette a meglévő befektetői–megtakarítási formákat és globális likviditást kínált akkor is, amikor a hazai tőkepiac teljesítménye ezt nem indokolta. Ezt a növekvő nemzetközi forráskínáló a folyamatot ezért akár tekinthetjük a nemzetközi konjunktúrák egyfajta kölcsönös „simításának” is. Részben az ilyen irányú tőkepiaci globalizációnak is volt köszönhető, hogy az iparilag fejlett világban az új részvénykibocsátás/GDP arány igen nagy lendületet vett az 1990-es évek elején. Jórészt ennek eredményeképpen a világgazdaság visszatért az ebből a szempontból – tehát a részvény kibocsátás arányait tekintve – utolsó jó évének, jelesül a nevezetes 1929-es év 40 százalékos szintjére! Ezt mutatja a 5. ábra, amely a banki betétállomány és a részvénykibocsátás/GDP arány alakulását követi nyomon az aranystandarttól napjainkig. Érdekes fejlemény, hogy a majd egy évszázados időszakban a betétállomány/GDP arány alakulása nem mutatott igazán számottevő ingadozást.

5. ábra. Banki betétállomány és részvény kibocsájtás a GDP arányában kifejezve az iparilag fejlett világban, 1913–2001 (%)



Forrás: Rajan and Zingales (2001)

2.3. Összegző állítások a fejlett ipari államok makro-volatilitásáról

- Az OECD tagországokban az üzleti ciklus kilengései az elmúlt 5 évtizedben csökkenő tendenciát mutattak. A csökkenés egyik fontos – igaz hatásmechanizmusaiban nem teljesen tisztázott – magyarázó tényezője a globalizáció.
- A Bretton-Woods-i rendszert követően, a rugalmas árfolyamokkal és nyitott tőke-mérleggel jellemzett, legutóbbi időszakban a nominális valutaárfolyamok volatilitása jelentősen megnőtt, a kamatlábak kilengései hasonlóképpen nagyobbak voltak.
- Európában, az uniós országokat illetően az üzleti ciklusok kilengései csökkentek, ugyanakkor az OECD országok egészét illetően nem rajzolódott ki egy ilyen egy-egészen ereszkedő tendencia.
- A pénz- és tőkepiacok, valamint az áru piacok sokkal integráltabbak lettek az OECD ország-csoportban. A pénzpiacok jelentős technikai-intézményi és szabályozási átalakuláson, összességében liberalizáción mentek keresztül. A modernizációs és globális liberalizációs fejlemények ahhoz vezettek, hogy a makro-stabilitás számottevően nőtt (a legfőbb makro-mutatók ingadozása csökkent).

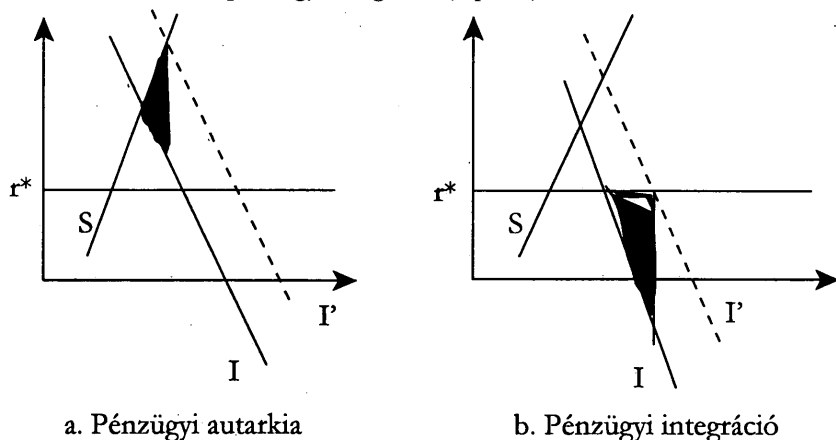
3. A pénzügyi globalizáció (nyitás) hatásai a fejlődő országokban, jóléti és egyéb értelmezések

A világgazdaságban a konjunkturális ingadozások átlagos szintje az elmúlt három évtizedben nem csak intenzitásában változott, de az egyes ország-csoportokat tekintve is jelentős változatosságot mutatott. A fejlődő országok kibocsátásának ingadozása például jóval nagyobb mértékű volt, mint az OECD országoké, tegyük hozzá: aligha meglepetésre. Ezen ország-csoport még mindig jelentős mértékben nyersanyagexport és primer-termék függő (Szentés 1999). A globalizáció és a pénzügyi nyitás nem hozott egyértelmű változást ebben a kedvezőtlen, évtizedekkel korábbról megmaradt nemzetközi-munkamegosztási szereposztás tekintetében. A fejlődő országokban a beruházások továbbra is különösen nagy volatilitásnak voltak kitéve, mert a kibocsátásban a kínálati görbe általában még mindig jóval

érzékenyebb (laposabb), mint a fejlett országokban. E kérdés részleteiről a tanulmány második részében részletesen szólnunk.

A feltörekvő gazdaságok esetében még nem rendelkezünk kellően hosszú távú output trenddel annak megállapítására, hogy a globalizáció erősödése számukra vajon volatilitás csökkenést vagy növekedést eredményezett-e. A pénzügyi nyitás (továbbiakban integráció) alapesetben akkor vezet az elérhető jólét (mikroökonómiai értelemben vett welfare) növekedéséhez, ha az egyetlen torzító tényező a nemzetközi intertemporális kereskedelem korlátozása. A pénzügyi integrációk során azonban más torzító tényezők is felléphetnek, és ezek a jólét csökkentéséhez vezethetnek. Az egyik ilyen legfontosabb torzító tényező az ún. morális kockázat megjelenése, amely úgyis tekinthető, mint a kölcsönt felvevő belföldi beruházó rejtett vagy implicit támogatása, szubvenciója. Pénzügyi autarchia esetén, a belföldi megtakarítások mértéke korlátozza a morális kockázat okozta torzulás költségeit. Pénzügyi integráció esetén azonban a globálisan rendelkezésre álló források mértéke határozza meg a belföldön befektethető eszközök állományát. Ha az autarchiában fennálló belföldi kamatláb magasabb, mint a globális kamatláb, akkor a pénzügyi nyitással együtt járó tőkebeáramlás növelheti, illetve felnagyíthatja a már meglévő belföldi pénzpiaci torzulásokat, amely által végül is számottevően nőhet a jóléti veszteség. Az 6. ábra pontosan ezt illusztrálja, amikor az autarchiából a pénzügyi integrációba való átmenetet mutatja be. Az 6. ábrán az S jelenti a belföldi megtakarítások, (a pénzkínálat) szintjét, az I, pedig a beruházásokat (pénzkeresletet), morális kockázat jelenléte nélkül. Morális kockázat jelenléte esetén azonban, az I eltolódik I'-be. A viszonyítási pont mindig a morális kockázat nélküli helyzet. Az 6.a. ábrán a morális kockázat okozta jóléti veszteséget a besatírozott háromszög jelöli. A veszteség mértéke a „b” panelen látszik igazán: itt ugyanis a besatírozott háromszög jóval nagyobb, mint a jóléti-veszteség háromszög az a panelen. Az 6.b. ábrán a kiinduló helyzet, amikor is a morális kockázattól eltekintünk, a belföldi megtakarítások kínálata relatíve rugalmatlan, miközben a beruházási kereslet rugalmas, ekkor a pénzügyi nyitás szintén csökkentheti a jólét fokát! Az egyéb torzítások miatti jóléti csökkenést hasonló érveléssel lehet leírni.

6. ábra. Jóléti veszteségek és morális kockázat, pénzügyi autarkia (a panel) és pénzügyi integráció (b panel) esetén



Forrás: Saját szerkesztés

3.1. Potenciális hasznok

3.1.1. Fogyasztás kiegyenlítés

A nemzetközi tőkepiacok kínálta forráshoz jutás elméletben megengedi, hogy a hitelfelvevő országok kellően ellensúlyozzák az általuk elszenvedett, külső negatív sokkokat (úgy, mint pl. a cserearány romlást, vagy a külföldi kölcsönfelvétellel együtt járó valutáris kockázatok terheit), amennyiben a „nehezebb” időkben kölcsönfelvétellel, a jobb időkben kölcsön nyújtással tudják kiegyenlíteni a kedvezőtlen belföldi hatásokat. Mind a háztartások, mind a vállalatok ennek alapján „simíthatják”, azaz hosszú távon egyenletesebbé tehetik a belföldi fogyasztás időbeli trendjét. A globális tőkeáramlás, ebben az értelemben, a belföldi konjunktúrát kisimító, anticiklikus jelleggel bír. Ezt a moderáló hatást nevezzük tehát a globalizációval felerősödött, a nemzetközi forrásáramlást kiegyenlítő vagy fogyasztást-simító hatásának.

3.1.2. A külföldi tőke belföldi beruházás és növekedésélénkítő szerepe

Amennyiben a tőkebehozatal után a tőke belföldi termelékenysége eléri az importált tőke költségeit, illetve annál nagyobb lesz, akkor a külföldi tőkeforrás növelheti a belföldi megtakarítások és ez által a beruházások szintjét, emelve egyben az egy főre jutó tőkeellátottság mértékét is, és ez által, pedig a jólét fokát. Ezek az előnyök különösen nagyok lehetnek a külföldi közvetlen beruházások esetén. Annak érzékeltetésére, hogy hogyan hat a külföldi közvetlen beruházás (KKB) a humán tőke, azaz a szakképzett munkaerő és általa a növekedésre, az ún. komplementaritási hatáson keresztül a Borenstein, De Gregorio and Lee (1998)-as munkája nyomán a következő megfontolás lesz a segítségünkre.

Tekintsünk egy gazdaságot, amelyben a technológiai változás úgy jelenik meg, mint a termelők számára elérhető termelési eszközök (beruházási javak) számának növekedése. Ezeket mind a belföldi, mind a külföldi termelők felhasználják. Tételezzük fel továbbá, hogy a gazdaság egy végső fogyasztási terméket dob a piacra az alábbi Cobb-Douglas termelési függvény szerint:

$$Y = S^\alpha K^{1-\alpha}, \quad \text{ahol: } 0 < \alpha < 1$$

és, ahol a gazdaság képzett munkaerővel való ellátottsága (S) adott; ugyanígy, a fizikai tőkeállomány (K) egy adott szintje mellett értelmezzük a fenti azonosságot. E tőkeállományt úgy definiáljuk, mint a különböző tőkejavak egy meglévő kontinuumát, ahol az egyes típusok számát (N), és ahol az egyes tőkejószágokat $X(j)$ -vel jelöljük rendre. Így a tőkeállomány kifejezhető az alábbiak szerint:

$$K = \int_0^N [X(j)^{1-\Delta} dj]^{\frac{1}{1-\Delta}}$$

A fizikai állótőke-állomány növekedését tehát úgy tekintjük, mint a belföldön meglévő tőkejavak számbeli növekedését. Tételezzük fel továbbá, hogy két fajta vállalat termel tőkejavakat, a külföldi tőkevállalat, amely $n^* < N$ változatot termel, illetve a belföldi vállalat további $N - n^*$ változatot visz a piacra. A specializált vállalatok tehát a megtermelt „j” összes beruházási jószág változatot bérbe adják a fogyasztási cikket gyártó cégeknek $m(j)$ bérleti díjért. Az egyensúlyi (egyben optimális) ár, a keresleti oldalon, ekkor minden „j”

típus esetében éppen az illető tőkejóság határtermelékenységének megfelelő, az avval éppen megegyező bérleti díjnál adódik:

$$m(j) = (1-\alpha)S^\alpha x(j)^{-\alpha} \quad (1)$$

Ahhoz, hogy a tőkejavak számbeli növekedése megvalósuljon, az szükséges, hogy a fejlett országokban kialakult újabb technológiákat a belföldi vállalatok is átvegyék. Ez pedig azt jelenti, hogy létezik egy jelentős „F” induló költség a beruházáshoz, amely induló beruházás nagysága azonban negatívan viszonyul az n^*/N arányhoz, azaz minél nagyobb a külföldi vállalat aránya a belföldiekhez képest, az F annál kisebb, tehát:

$$F = F(n^*/N), \quad \text{ahol } F < 0, \text{ azaz negatív.}$$

Ez a feltételezés egyébként azt a realitást igyekszik beépíteni a modellbe, hogy a külföldi vállalatok általában könnyebben, és főleg gyorsabban tudják a fejlett technológiákat alkalmazni, illetve, hogy egyszerűen átvesszik, behozzák a mások által már létrehozott és így a piacon meglévő tudást. Az induló beruházás „F” költségei mellett azonban a beruházási javak tulajdonosainak az eszközöket fenntartó, illetve a működtetés költségeit is vállalnia kell minden időszakban. Ennek a költségnek a megléte azt jelenti, hogy létezik egy egységnyi állandó marginális költség is a fenntartásra, valamint, hogy a tőkejavak használatuk során nullára íródhatnak le. Feltéve egy állandó „r” kamatrátát, ha a „j”-ik beruházási eszköz változatot termelő vállalat profitját $\Pi(j)$ ki akarjuk fejezni, akkor a következőt írhatjuk:

$$\Pi(j) = -F + \int_0^\infty [m(j)x(j) - x(j)]e^{-rs} ds \quad (2)$$

A profitmaximalizálás, azaz a (2)-es kifejezés maximum pontjainak meghatározása azt jelenti, hogy, az (1)-es kifejezés korlátja mellett igaz az, hogy a profit maximum $X(j) = S(1-\alpha)^{2/\alpha}$ helyen adódik. Ez egyben azt jelenti, hogy – a termelők közötti szimmetriát feltételezve – az egyes variációk tehát beruházási terméktípusok output szintje azonos. Szabad piacralépést feltételezve, megmutatható, hogy a zérus marginális profit feltétel egyben azt is jelenti, hogy a kamat, r így is írható³:

$$r = \Phi S/F, \quad \text{ahol } \Phi = (1-\alpha)^{(2-\alpha)/\alpha} > 0 \quad (3)$$

Ahhoz, hogy a modellt le lehessen zárni, a tőkeakkumuláció biztosításához a megtakarítási döntéseket is specifikálni kell. Megmutatható, hogy ha a fogyasztó a megtakarítására szintén „r” kamatot kap, továbbá egy standard intertemporális hasznossági függvényt feltételezve (amely a jövőbeli fogyasztás jelenre diszkontált értékét adja), akkor az optimális fogyasztásnövekedés g_c , az alábbi szerint alakul:

$$g_c = (r-p)/\sigma \quad (4)$$

ahol a „p” az időpreferencia rátája, $1/\sigma$ pedig az intertemporális helyettesítés rugalmassága.

³ A termelés optimális szintjét $X(j) = S(1-\alpha)^{2/\alpha}$ ezt az (1)-be helyettesítve azt kapjuk, hogy az állandó egyen-súlyi bérleti díj: $m(j) = 1/(1-d)$, nem más, mint az egységnyi fenntartási költség feletti árrés (markup).

A stacionárius állapotban a fogyasztás növekedése egyenlő kell, hogy legyen az output növekedésével, „g”-vel, azaz $g = g_c$ a (3)-ast a (4)-es kifejezésbe helyettesítve azt kapjuk, hogy a gazdaság növekedése:

$$g = [\Phi S/F (n^*/N) - p]1/\Phi \quad (5)$$

Az (5)-ös, a növekedés mértékére kapott kifejezés tehát azt mutatja, hogy ha a KKB mértékét a külföldi és a belföldi termelők által előállított termelési eszközök arányával, n^*/N -nel mérjük, akkor ez a mérték pozitívan befolyásolja a növekedés szintjét, azaz, nagyobb n^*/N mellett nagyobb növekedés valósul meg, és fordítva. A pozitív növekedési hatás alapvető indoka, hogy a KKB csökkenti az újfajta tőkejavak bevezetésének költségét, egyben, pedig növeli azt a mértéket, amely mentén ezek a javak bevezetésre kerülnek. Ezen túlmenően, a KKB pozitív hatása a növekedésre úgy is érvényre jut, hogy a külföldi/belföldi vállalati arány egyben a belföldön meglévő szakképzett munkaerő állományára is pozitív hatást gyakorol. Ez az, amit korábban „komplementer” hatásnak neveztünk. Másként fogalmazva, a növekedési hatás annál nagyobb, minél gyorsabb és hatékonyabb a külföldi technológia átvétele. Ez persze a jól képzett belföldi munkaerő egy már meglévő, megfelelő állományát is feltételezi, és nyilvánvalóan a belföldi munkaerő mind nagyobb képzettsége ezt a komplementer hatást még tovább erősíti.

Egy másik csatorna, amely által a nemzetközi pénzügyi integráció pozitívan hat a belföldi növekedésre, az pedig az ún. teljes-tényező-termelékenység növekedésre gyakorolt hatása. Ennek lényege, hogy a nemzetközi portfólió beruházások liberalizációja nyomán magasabb gazdasági növekedés érhető el, mert a belföldi tőkepiacok fejlődéséhez jelentősen hozzájárul a tőkeáramlás, ez pedig elősegíti a teljes tényező termelékenység emelkedését is.

3.1.3. *A külföldi tőkebeáramlás makrogazdasági stabilitást segítő szerepe*

Alapvető megfontolás, hogy a nemzetközi tőkeáramlás egyik hozadéka, az a folyamat, amely a belföldi makro-politikákat mind nagyobb fegyelmezettségre ösztönzi. Ennek végső eredményeként az elkövetett makro-politikai hibák is csökkennek (Obstfeld 1998). A nagyobb makro-stabilitás, pedig egyúttal magasabb gazdasági növekedést eredményez, ahogy azt az endogén növekedési elmélet is hangsúlyozza. A tőkepiaci integrációban való részvétel egyben annak a jelzésnek az elküldésével is egyenértékű, hogy az illető ország hajlandó elfogadni a nemzetközi tőkepiacok fegyelmét, a költségvetési korlátokat és a prudens deficit finanszírozás szabályait. Ebből a perspektívából nézve, a nagyobb elkötelezettség a makro-stabilizáció mellett, a belföldi forráselosztás jobb hatékonyságát és a növekedés emelkedését ígéri.

3.1.4. *A belföldi bankszektor hatékonyságának növekedése*

Igen gyakori, és többnyire helytálló megállapítás, hogy a pénzügyi nyitás a belföldi bankszektor hatékonyságát is mind magasabb szintekre kényszeríti. Ennek nyomán a pénzügyi közvetítés költségcsökkenése, illetve az elérhető profitok szintje, a monopolizáltság csökkenésével és a verseny növekedésével ugyancsak csökken. A külföldi bankok megjelenése általános esetben tehát elősegíti a következőket:

- a pénzügyi szolgáltatások minőségének javulását, mind technikai, mind kockázatkezelési tekintetben javítja;

- serkentő és minőségileg javító hatással van a felügyeleti szervekre is (bank és pénzügyi felügyelet), mert a nemzetközi normák fokozottabb bevezetésére ösztönöz;
- a nemzetközi pénzügyi piacokhoz való mind kedvezőbb direkt hozzájárulás lehetőségének a megnyílását segíti;
- a belföldi pénzügyi stabilitás növekszik azáltal, hogy a betétesek bizalma szintén megnő a nagy tőkeerejű külföldi bankok hazai fiókjainak megjelenésével, ezért a tőkemenekítés kockázata is csökken. A külföldi bankok hitelezési gyakorlata óvatosabb, a kormány nyomására megindul a kölcsönöktől jobbra tartózkodó. Az előnyök számbavétele után lássuk a költségeket!

3.2. *Potenciális költségek*

Az elmúlt két évtized globális pénzügyi integrációjának tapasztalata azt mutatta, hogy a nemzetközileg nyitott tőke- és pénzügyi piacok jelentős belföldi költségeket is generálhatnak. Ilyen költség például a tőkebeáramlás nagyfokú koncentrációja és időbeli hullámozása nyomán keletkező belföldi makropolitikai kompenzációs lépések addicionális forrásigénye. Konkrétabban a következő költség típusokat lehet megkülönböztetni.

1. A globális, egyben kedvező feltételű források hiánya a kis, de krónikusan gyengélkedő és esetleg már kritikus helyzetbe került fejlődő országokban kezelhetetlen gazdaságpolitikai helyzetet teremthet. A gyengélkedőről átterjedő adósság-válságok nemzetközi segítséggel történő feloldása még mindig igen költségigényes és intézményileg problematikus;
2. A külföldi hitelt befogadó belföldi pénzügyi piac torzulása és morális kockázatoktól terhes, rossz forráselosztás, a „hitelbőség zavara”;
3. A tőkemenekítés és a pro-ciklikus tőkeáramlással együtt járó csorda effektus, illetve a pénzügyi-kockázathárítás járványszerű terjedésével összefüggő védekezési költségek;
4. A külföldi bankok megjelenésének a belföldi pénzügyi piacon gerjesztett újfajta kockázatai.

A továbbiakban a fentebb felsorolt potenciális költség típusokhoz rövid, az eddigi gyakorlatból felhalmozódott értékelő megjegyzéseket fűzünk.

3.2.1. *A tőkeáramlás koncentrációja és a globális forrásokhoz való hozzáférés hiánya*

Jelentős történelmi tapasztalat halmozódott fel abban a tekintetben, hogy az elmúlt két évtizedben a nagy tőkeáramlási hullámok csak egy kis számú befogadó országot értek igazából el (Szentés 1999, Magas 2002). Az alacsony jövedelmű, fejlődő országokba irányuló közvetlen külföldi tőkebeáramlás az 1990-es évek első felében csak egy kis számú ország-csoportra koncentrálódott, mindenek előtt Latin-Amerikára és Ázsiára. Az afrikai országok esetében Nigériát és Dél-Afrikát kivéve, a többi ország nem kapott jelentős pénzügyi csomagokat, illetve azok az országok, amelyek kaptak elsődlegesen a nyersanyag-kitermelő iparokban voltak érdekelték (World Bank 2001). Az állítás tehát, hogy az alacsony jövedelmű országok nem, vagy csak nehezen jutnak hozzá a jelentősen felduzzadt nyugati forrás kínálatához, lényegében igaznak bizonyult az elmúlt másfél évtizedben is. A globalizáció nem segített. A források egyenlőtlen eloszlásán túlmenően sokkal nagyobb probléma, hogy a pénzhez való hozzáférés erősen aszimmetrikus, amennyiben a legtöbb fejlődő ország, még az olajexportálók is, csak kifejezetten lökésszerűen, illetve az erősen felfutó világ gazdasági

konjunktúrák függvényében tudtak kedvező kamatozású külföldi hiteleket felvenni, és ez által a fogyasztást, illetve beruházást intertemporálisan kiegyenlíteni, a kialakult negatív cserearány illetve egyéb pénzügyi sokkokat, pedig kompenzálni. A világgazdasági konjunktúrával szorosan összefüggő, tehát pro-ciklikus külföldi beruházási tevékenység a makropolitikákat befolyásoló szerepében is kitüntetett funkcióval bír abban az értelemben, hogy a konjunktúrafelfutás idején beáramló forrásbővülés olyan belföldi fogyasztási szinteket bátoríthat, amelyek hosszabb távon nem tarthatóak. Különösen akkor van ez így, ha a tőkebeáramlás iránya hirtelen megfordul és ez által túlzott, azaz a célon túllövő belföldi makropolitikai igazodási reakciókat vált ki.

3.2.2. *A beáramló külföldi tőke helytelen belföldi allokációja*

Igaz ugyan, hogy a beáramló külföldi tőke megnöveli a belföldi beruházási források összességét, mégis a hosszú távú kedvező beruházási hatás meglehetősen korlátozott maradhat, különösen akkor, ha a források jó része rövid távú vagy spekulatív vagy, kétes ingatlanszervezésekbe áramlik. Az alacsony termelékenységű, a külkereskedelemben részt nem vevő (non-tradable) szektorokba való külföldi beruházás szintén csökkentheti az ország igen fontos export képességét, és növelheti a külső mérleg hiányokat (folyó fizetési mérleg és kereskedelmi mérleg). A források helytelen elosztása adódhat persze a már meglévő torzulásokból is, amelyek többnyire a belföldi bankrendszer gyengeségeivel függnek össze (alacsony kapitalizáció vagy nagy kockázatu eszközök bizonytalan kihelyezése, illetve túlzottan megengedő felügyeleti környezet), amelyben a betétesek pénze fokozottan magas kockázatokkal terhelt piacon kerül kihelyezésre. A hitelnyújtás még valamilyen betétbiztosítás megléte esetén is még mindig jóval gyengébb és ingatagabb lábakon áll a fejlődő országokban, mint a világ fejlett pénzügyi piacain. Gyakran előfordul, hogy a külföldi beruházó jobb információval rendelkezik egy-egy vagyontárgy eladásakor, mint bármelyik belföldi vállalat (a termelékenységtől függetlenül), és a külföldi befektető így egy belföldit szorít ki, amikor kellően vonzó vagyontárgyba teheti a pénzét. A külföldi beruházó információs előnyét azonban érthetően mindig kihasználja a belföldi befektetők hátrányára, amennyiben az előbbi alacsony termelékenységű szektorba bizonyosan nem fektet be, sőt azokat, ha már birtokában van, gyorsan tovább adja.

3.2.3. *Makroökonómiai stabilitásvesztés*

A pénzügyi nyitás eredményezte jelentős tőkebeáramlás számos, egyéb nem kívánatos makroökonómiai fejleménnyel is járhat. Ezek közül a leggyakoribbak a gyors monetáris expanszió (a sterilizáció nehézségei és költségei miatt), az inflációs nyomás növekedése (a belső felduzzadt fogyasztásnövekedés által gerjesztve), és a reálfelértékelődés a romló folyó fizetési mérleg alakulás következményeivel. Rugalmas árfolyamok mellett a növekvő külföldi eladás a valutaárfolyam leértékelődését eredményezheti, amely végső soron átalakítja a relatív árakat, és akár a külkereskedelmi forgalom szerkezetét is kedvezőtlen irányba tolhatja el.

3.2.4. *A cikluskövető rövid távú tőkeáramlás*

A rövidtávú tőkemozgások konjunktúraciklusokat követő (prociklikus) jellege többszörösen bizonyított. A Világbank ide vonatkozó, 33 országot 1980–1998 között vizsgáló elemzése (Dadush et al 2000) szerint a tőkebeáramlás a növekedés ciklusait szorosan követte. Ezzel szemben a közép- és hosszú lejáratú tőkemozgások különösen a közvetlen beruházások enyhén anticiklikus természetűnek mutatkoztak. A ciklikusság önmagában nem

lenne probléma, de ha ez külső keresleti tényezők változásának eredményeként alakul ki, mint például hirtelen beállt cserearány romlás, akkor sokkal nehezebb a belföldi makropolitika alkalmazkodása, mert a külföldi hitelezők szemében az ország-kockázat gyorsan romolhat.⁴ A negatív külső sokk hatása akár dupla akkora is lehet, mint egy pozitív sokké (lásd a 4. lábjegyzetet). Az ország-kockázat növekedése végül oda vezethet, hogy a gyengébb, az ún. „határeset” kölcsönfelvevők már kiszorulnak a hitelpiacról, és egyáltalán nem kapnak forrást. Az országkockázat pedig egy nagy méretű külső sokk esetén hamar megnőhet. Ezen túlmenően, az aszimmetrikus információs problémák gyakran csordaszellelem viselkedést váltanak ki, amely végső soron tömeges egy irányba meneküléssel és azonnali tőke eladással (menekítéssel) lehet egyenértékű.

3.2.5. Csordaszellem, és a pénzügyi válságok áttérjedése

A pénzügyi nyitottság fokozott mértéke vagy a tőkemérleg teljes liberalizációja gyakran magával hozza a rövidtávú tőkemozgások gyors irányváltását, amelyek leginkább a belföldi valuta elleni spekulatív támadások nyomán erősödnek fel. A hirtelen tőke kivonás azzal a veszéllyel jár, hogy a bankrendszer azonnali likviditási nyomás alá kerül. Minél nagyobb a rövidtávú adósság aránya a valutatartalékokhoz képest, annál nagyobb az ilyen jellegű, azaz az egész belföldi pénzpiacot megrázó likviditási nyomás, illetve egy pénzügyi válság kialakulásának kockázata.

Általánosságban is igaz, hogy a tőkeáramlás volatilitása mind a tényleges, mind pedig a jövőben várhatóan bekövetkező makrogazdasági változásokkal összefüggésben, valamint a külső világgazdasági (elsődlegesen a nemzetközi kamatlábak) és növekedési környezettel csak együtt értelmezhető. Miután a befektetői szándékok és a tényleges döntések aggregátuma (különösen az ún. hedge-fundok, azaz a pénzügyi felügyeletek alá nem tartozó, a nagy tőkeáttétellel dolgozó fedezeti alapok) esetén akár a napi piaci kapcsolatok, illetve új információk megjelenése által egyaránt jelentős mértékben változhat, a pénzpiacok túlreagálása (overshooting) gyakori fejlemény. Utóbbi nagyon nagy költségekkel is járhat. Az 1997-es ázsiai, 1998-as orosz, illetve a 2001–2001 között kulminált argentinai pénzügyi válságok ezt megerősítették. Noha a csordaszellem vezérelte befektetői magatartás mutat némi irracionálisitást, ez az egy irányba lódulás mégsem tekinthető teljes mértékben minden logikát nélkülöző cselekvési sornak. A tömeg egyszerű követése csordaszellemben – mint az újabb kutatások is igazolják⁵ – lehet egy eredményes, vagy a veszteségeket jelentősen csökkentő kifejezetten racionális lépéssorozat is. Ennek belátásához érdemes az alábbi megfontolásokat áttekinteni:

⁴ Dadush, Dasgupta and Ratha (2000). E tanulmány szerint a rövidtávú adósság/GDP változásának rugalmassága 0,9, amikor a GDP pozitív sokkoknak van kitéve (a GDP szórása felével változik), és 1,8, amikor negatív sokk éri (ekkor ugyanis a GDP lefelé mozdul el a szórás felével). Tehát a negatív hatás kétszeres erejűnek bizonyulhat az adósság viszonylatában.

⁵ Devenow and Wech (1996), Carlo and Mendoza (1997) megmutatták, hogy egy globalizált tőkepiacon a befektetők maguk határoznak a portfólió diverzifikáció és a költséges pótlólagos információszerzés közötti trade-off, azaz alternatív költség átváltási arányait illetően. A globalizáció ugyanis csökkenti az országspecifikus információgyűjtés iránti igényt. Ennél fontosabb, hogy növeli a befektetési igazgatók azon féltelmét, hogy romlik majd a saját relatív teljesítményük megítélése, mert tömegesen ugyanazt a portfólió kockázati halmazt választják. Ezért azután kisebb részben is elindulhatnak egy masszív eladás irányában, csak azért, hogy kitűnjenek a tömegből, és elindíthatnak ezzel tőkekiáramlást, akkor is, ha ennek a lépésnek nincsen semmilyen a fundamentális makrováltozóknak megtalálható magyarázata. A befektetési-igazgatóknak az egymással való összjátékszása, illetve egymás figyelése és a tömegszerű viselkedés megértése vált az egyik legfontosabb szempontjává.

- Az ún. pozitív pay-off externáliák jelentősége kitüntetett ebben az összefüggésben. A pozitív externália ez esetben azt jelenti, hogy egy meghatározott befektető pénzügyi döntéseinek az eredménye (pay-off) pozitívan korrelálhat azzal az eseménnyel, amikor sok másik befektető is pontosan ugyanazt a befektetői döntést választja.
- A tulajdonos és ügynöke az ún. principal-agent megfontolás. E szerint egy nemzetközi befektetési-igazgató egy olyan piaci közegben, ahol az információáramlás tökéletlen, azért hogy reputációját megőrizze, esetleg javítsa, „elvegyül a tömegben”, azaz lapul azért, hogy elkerülje a felelősségre vonást nagyon rossz befektetési eredmények esetén; vagy éppen, hogy ellenkezőleg, szándékosan a tömeggel együtt halad, hogy megmutassa a kitüntetett ellentétes irányú magatartással vitte volna a megtérülési eredményeket nagyon rossz irányba. Azaz mind a tömegben való lapulás, mind a demonstráltan, a tömeggel együtt megtett haladás racionális befektetői magatartásnak bizonyulhat, legalábbis jelentős összeget mozgató intézményes befektetőknel.
- Fontos mozzanat, hogy az ún. információs lánc végpontjain sűrűsödő befektetők gyakran hajlandók a számukra végpontként jelentkező információt különösebb ellenőrzés nélkül elfogadni: saját kutatást nem végezvén, a többség (a csorda) által követett befektetési gyakorlatot hajlandó vakon utánózni, főleg az eladási oldalon.

Racionális vagy irracionális befektetői magatartás egyre megy abban a tekintetben, hogy a csordaszellem érvényesülése majdnem mindig azt jelenti, hogy makro-stabilitás vesztés következik be, mert hirtelen nagy mennyiségű pénzek utaznak kifelé vagy befelé. Ennek a következménye, hogy a pénzügyi vagyontárgyak árának és a belföldi valutának egyaránt jelentős hullámozása következik be. A tőkeáramlások hirtelen irányváltozása, illetve nagymértékű volatilitása származhat más forrásból is. Így mindenekelőtt abból, hogy egy ország gazdasági kilátásai, például azért romolhatnak rohamos mértékben, mert a szomszédjai, vagy legfőbb kereskedelmi partnerei vagy a régió általában gyengélkednek. A járványszerű gyengélkedés illetve bizalomvesztés, mint a globalizáció egyik szintén új fejleménye megmutatta erejét az 1990-es évek utolsó harmadában, Ázsiában, ahol a krízisben érintett országok sorra veszítették el importvásárló erejüket, mert nyersanyagpiac kereskedelmük omlott össze. A szomszédok általános szegénysége sodorta végül válságba például a tájföldi valutát is. A cserearány romlás miatt elszenvedett hirtelen versenyképesség és bizalomvesztés példáját illusztrálta Chile 1997–1998-ban, illetve Argentína 2001–2003 folyamán. Utóbbi a világgazdaság legnagyobb államcsődjét produkálta a maga 132 milliárd dolláros kifizetelenszámlájával.

3.3. *Empirikus tapasztalatok*

A fejlődő országokat is mind jobban elérő pénzügyi globalizáció előnyeit és hátrányait illetően az elmúlt 10 évben folyamatosan heves viták zajlottak, de ezeket egyértelmű és az eltérő fejlettségű szinten álló ország vonatkozásában is koherens, továbbá a gazdaságpolitika számára is biztosan használható, gyakorlati eredményekre redukálni eddig még nem lehetett. A tőkebeáramlást számos olyan a nemzetközi szakirodalomban kifejezetten mértékadó tanulmányban elemezték, amelyekben a teljes, feltétel nélküli tőke liberalizáció jóléti szempontból is szub-optimálisnak bizonyult (a témában legfontosabb munkákról, egy összefoglaló táblázatban 3. táblázat rövid ismertetésekkel szólnunk).

A pénzügyi integráció ösztönző hatásait közvetítő közvetlen és közvetett csatornákat a 7. ábra foglalja össze

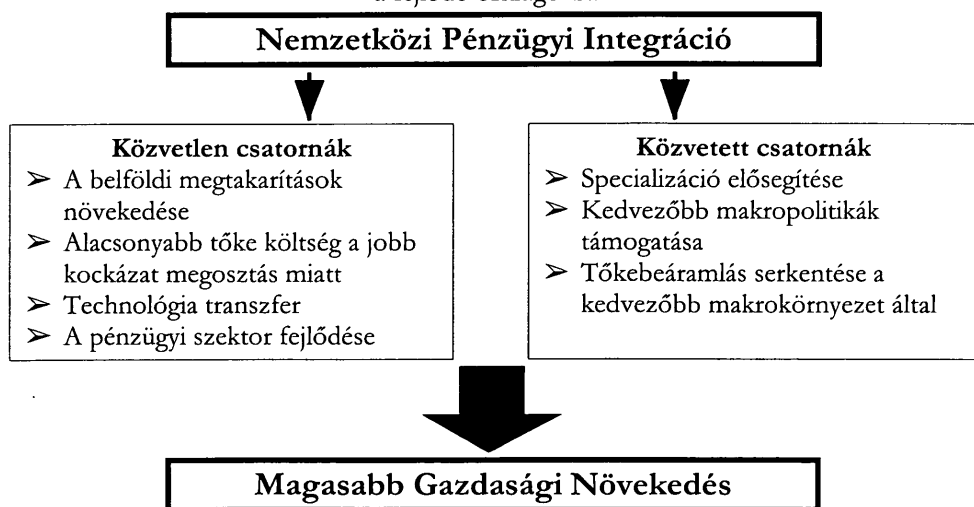
3.A táblázat. Pénzügyi nyitás a fejlődő országokban:
empirikus tapasztalatok és gazdaságpolitika

Hivatkozott tanulmány	Hangsúly	Fontosabb jellemzők
Meltzer bizottság jelentése	Ex ante lépések morális kockázat megelőzésére, rendkívüli IMF segítségnyújtás (bail out) okán	IMF csak akkor ad hitelt, ha az országban megfelelő ex ante conditionality illetve magas hitel kockázati felárak mellett van hitelezés, illetve nincs ex post conditionality.
Basel Bizottság (Alan Greenspan, 1998)	Ex ante kockázatkezelés a hitelfelvevő management és a hitelezők által	Tőke megfelelési mutatók kiigazítása az ún. sovereign (állam) kölcsönök esetén („túl nagy, hogy csődbe menjen”) rendszerkockázati doktrína enyhítése
Eichengreen (1999)	Ex ante kockázatkezelés az adósok oldaláról	Chilei típusú tőke-behozatali adók bevezetése a nyílt tőkemenekülési kockázat kezelésére, ha a szabályozás egyéb módozatai elégtelenek
Sachs (1995), Miller–Zhang (2000), Portes (2000), Krueger (2001)	Ex post válságkezelés	Nemzetközi csődeljárás a vállalati adósságkezelés mintájára. Jobb koordinációs biztosítási és hitelezési mechanizmusok, enyhítés az adós számára, a termelés és az export fenntartására. Kollektív fellépés lehetőségének korlátozása: un Bond Holding-Committee felállítása Az adós ország legális védelme, ha jóhiszemű tárgyalásokat kezd a nemzetközi hitelezőkkel, ill. a belső gazdaságpolitika megváltoztatására
Buiter–Sibert (1999)	Válságenyhítés	A hitelfelvevő megnyújthatja a hitelek lejáratát, persze büntető kamatok mellett (kötelező erővel).
Soros (1998) Jeanne (2001)	Ex-ante-csőd elvű biztosítás; betéti alapok	Globális biztosítási alap, a FDIC mintájára, a hitelfelvevő fizeti a prémiumot, BIS-IMF meghatározza a felvehető maximumot, és a biztosítás nélküli minimális bail-out-ot. (folyt.
Rogoff (1999),	Ex ante lépések a válságok megelőzésére	A finanszírozás eltolása a hiteltől az egyéb vagyonelemek (equity) felé (debt equity swap); ezt megkönnyítendő a tőkepiacok fejlesztését kell preferálni.
Kaminsky–Lizondo, Reinhart (1998)	Ex ante lépések a válságok megelőzésére	Olyan veszélyt jelző előrejelző rendszert, mutatói kosarat kell kialakítani, amely jól elkülöníthetően képes a várható válságokat előre jelezni.

3.B táblázat. A pénzügyi nyitás jóléti hatásai empirikus vizsgálatának fontosabb eredményei

Állítások	Konklúzió
Potenciálisan nagy jóléti előnyök	Az előnyök a pénzügyi globalizációval jórészt abból származnak, hogy a jobb kockázat megosztás és információgyűjtés a lejárat szerkezetek nagyobb likviditást biztosíthatnak. Greenwood-Jovanovic, (1990); Obstfeld (1994); Acemoglu-Zilibotti (1998)
Pozitív, de viszonylag kicsi a jóléti előny	Az output diverzifikációból származó előnyök nem igazán jelentősek. Cole-Obstfeld (1991)
Kétséges vagy nehezen mérhető a jóléti előny	Ha a termelés pusztán a learning by doing alapján végezhető, akkor a tőkeberuházás nem feltétlen okoz jóléti növekedést, sem a nemzetgazdaság, sem a világgazdaság szintjén. Kohn-Marion (1991). Az eladósodás a nemzetközi forrásbővülés nyomán könnyen túlzott mértékű lehet, „overborrowing due to moral hazard”. Károkat okozhat McKinnon-Pill (1996); Corsetti-Pesenti-Roubini (1999). Túlzott eladósodás a negatív externáliák összetorlódása miatt, amikor atomisztikus szereplők nem internalizálják a jövőbeli kölcsönfelvétel negatív hatásait. Aizenmann (1989). A kölcsönfelvétel, túlzott külső eladósodás, amely részben a belföldi tőke-piac tökéletlenségéből ered. Caballero-Krishnamurthy (2001) A feltörekvő piacok jobban ki vannak téve a pénzügyi zavaroknak, főleg akkor, amikor a szereplők eltérő magatartást és várakozásokat hordoznak az aggregált beruházás szintjeit illetően. Ehhez a belső forráselosztás koordinációs zavarokhoz és végső soron válsághoz vezethet, különösen az alacsony jövedelmű országokban. Martin-Rey (2001).

7. ábra. Pénzügyi integráció és a gazdasági növekedés sematikus összefüggései a fejlődő országokban



A 4. táblázat, amely a pénzügyi nyitottság mértéke (a bruttó tőkeáramlás/GDP) és az 1 főre jutó (per capita, p.c.) GDP összefüggését próbálja megragadni pusztán e két változó közötti kapcsolat érzékeltetésével. A 4. Tábla mondanivalóját lehet úgy értelmezni, hogy a per capita növekedés intenzitása alapján sorba rendezett országokhoz hozzárendelt egy, a pénzügyi nyitottságot megragadó változót, akkor a pénzügyileg nyitott (igen), illetve pénzügyileg zárt (nem) azt fejezi ki, hogy az alapfeltevés: a pénzügyi nyitottság segíti a növekedést, általános esetben igaznak mutatkozott az elmúlt két évtized intenzív globalizációs szakaszában a fejlődő országokban is. A leggyorsabb növekedést mutató 12 országot magába foglaló élbolyban 8 esetben beszélhetünk pénzügyi nyitottságról (a nem egyértelmű pénzügyi nyitást igen–nem jelöléssel különítettük el, amelynek értéke csak 1/2-et ért ebben a számolásban), amely tehát azt jelenti, hogy a nagy népességű országokat (Korea, Indonézia, Malajzia) is felvonultató élboly 2/3-a egyben pénzügyi nyitottsággal is rendelkezett. Hasonló erejűnek mutatkozott egy ugyanilyen gondolkodási keretben a pénzügyi elzárkózás is, amely a leglassabban növekedő 12 fejlődő ország esetében 8.5-öt adott, mint pénzügyileg zárt nemzetgazdaságot, amelyek között természeti erőforrásokban gazdag országok is fellelhetők voltak (Venezuela, Peru, Dél-Afrika). Ez az egyszerű leíró statisztika tehát meg lehetőséget nyújt a látszólagos alátámasztani azt a sejtést, hogy a pénzügyi integráció gazdaságélénkítést, illetve jóléti növekedést hoz, legalábbis az általános esetben. A kivételes esetekről itt nem beszélünk, de feltételezzük, hogy a korábban bemutatott költséghaszon elemzés szempontjai ezeket is kellőképpen megmagyarázhatják.

4. táblázat. Pénzügyi nyitottság és gazdasági növekedés egymásra hatása a fejlődő országokban, 1980–2002

Leggyorsabban növekvő gazdaságok, 1980–2002	Összes p.c GDP változás százaléka	Pénzügyileg integráltabbak?	Leglassabban növekvő gazdaságok, 1980–2002	Összes p.c GDP változás százaléka	Pénzügyileg integráltabbak?
Kína	391.6	Igen/Nem	Haiti	–39.5	Nem
Korea	234.0	Igen	Niger	–37.8	Nem
Szingapúr	155.5	Igen	Nicaragua	–30.6	Nem
Tájföld	151.1	Igen	Togo	–30.0	Nem
Maurícius	145.8	Nem	Elefántcsontpart	–29.0	Nem
Botswana	135.4	Nem	Burundi	–20.2	Nem
Hong Kong	114.5	Igen	Venezuela	–17.3	Igen/Nem
Malaysia	108.8	Igen	Dél Afrika	–13.7	Igen
India	103.2	Igen/Nem	Jordánia	–10.9	Igen
Chile	100.9	Igen	Paraguay	–9.5	Nem
Indonézia	97.6	Igen	Ecuador	–7.9	Nem
Sri Lanka	90.8	Nem	Peru	–7.8	Igen

Megjegyzés: A pénzügyi nyitottság mértéke: (bruttó ki- és beáramló tőke összesen/GDP)

Forrás: World Economic Indicators, WEI, World Bank (2003)

Felhasznált irodalom

- Acemoglu, D. – Zilibotti, F. 1998: Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification and Growth. *Journal of Political Economy*, 105, 709–751. o.
- Aizenann, J. 1989: Country Risk, Incomplete Information and Taxes on International Borrowing. *The Economic Journal*, 99, 3, 147–161. o.
- Agenor, P. R. 2000: *The Economics of Adjustment and Growth*. Academic Press, San Diego.
- Bruiter, W. H. – Siebert, A. C. 1999: A Contribution to the New International Financial Architecture, *International Finance*, 2, 227–247. o.
- Basu, S. – Taylor, A. 1999: Business Cycles in Historical Perspective. *Journal of Economic Perspective*, 13, 2, 46–48. o.
- Borenzstein, E. – De Gregorio, J. – Lee, J. W. 1998: How Does Foreign Investment Affect Economic Growth? *Journal of International Economics*, 45, 6, 115–135. o.
- Chang, R. – Velasco, A. 2000: Banks, Debt Maturity and Financial Crises, *Journal of International Economics*, 51, 169–194. o.
- Eichengreen, B. 1999: *A New International Financial Architecture: a practical post-Asia agenda*, D.C. Institute for International Economics, Washington.
- Caballero, R. – Krishnamourty, A. 2001: International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crisis. *Journal of Monetary Economics*, December, 48, 3, 513–548. o.
- Cecetti, S. G. – Krause, S. 2001: *Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy*. National Bureau of Economic Analysis, NBER, Working paper 7153, Cambridge Mass.
- Corsetti, G. – Pesenti, P. – Roubini, N. 1999: Paper Tigers? *European Economic Review*, 43, 7–27. o.
- Dalsgaard, T. – Elmeskov, J. – Park, C. Y. 2002: *Ongoing Changes in the Business Cycle- Evidence and Causes*. OECD, Economics Department, Working Paper, No 315, Paris.
- Dadush, U. – Dasgupta, D. – Ratha, D. 2000: The Role of Short Term Debt in Recent Crises, *Finance and Development*, 37, 54–57. o.
- Darvas Zs. 2003: Nagymértékű reálfelértékelődések nemzetközi összehasonlítása, *Külgazdaság*, 7–8, 30–56. o.
- Denizer C. – Iyugin, M. F. – Owen, A. L. 2000: *Finance and Macroeconomic Volatility*. World Bank Policy Research Paper 2487, Washington D.C.
- Doepke, J. 2002: *Business Cycle Volatility On Long Run Growth in OECD Countries, Still an Unsettled Question*. Deutsche Bundesbank (mimeo).
- Easterly, W. – Islam, R – Stiglitz, J. E. 2000: *Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility*. The World Bank, mimeo.
- Feldstein, M. 2002: *Economic and Financial Market Crises in Emerging Economies: Overview of prevention and management*. NBER working paper No. 8837.
- Greenspan, A. 1998: *Speech at the 34th Conference on Bank Structure and Competition of the Federal Reserve Bank of Chicago*, May.
- Greenwood, J. – Jovanovic, B. 1990: Financial Development, Growth and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, 98, 5, 1076–1107. o.
- Kaminsky, G. – Lizondo, L. S. – Reinhart, C. M. 1998: Lending Indicators of Currency Crises”, *IMF staff papers*, 5, 1, 1–48. o.

- Karras, G. – Song, F. 1996: Sources of Business Cycle Volatility: An Exploratory Study on OECD Countries. *Journal of Macroeconomics*, 18, 621–637. o.
- Kneller, R. – Young, G. 2001: Business Cycle Volatility, Uncertainty and Long Run Growth. *The Manchester School*, 69, 5, 534–552. o.
- Krueger, A. 2001: IMF, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001>
- Krugman, P. R. – Obstfeld, M. 2003: *Nemzetközi Gazdaságtan Elmélet és Gazdaságpolitika*, Panem
- Jeanne, O. 2001: *Sovereign Debt and the International Financial Architecture*, IMF, mimeo.
- Martin, P. – Rey, H. 2001: *Financial Globalization and Emerging Markets: with or without crash?* Mimeo, New York Fed.
- McKinnon, R. I. – Pill, H. P. 1996: Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Integration in East Asia, *NBEA Asia seminar on economics*, vol. 5 Chicago, University of Chicago Press. 7–42. o.
- Meltzer, A. 1998: *Asian Problems and the IMF*. Testimony for the Joint Economic Committee, US Congress, February, 24.
- Miller, M. H. – Zhang, L. 2000: Sovereign Liquidity Crisis: The strategic case for a payment standstill. *Economic Journal*, 110, 1, 335–362. o.
- Mundell, R. A. 1963: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Canadian Journal of Economics*, 29, 475–485. o.
- Obstfeld, M. 1994: Risk-taking, Global Diversification and Growth. *American Economic Review*, 85, 12, 1310–1329. o.
- Obstfeld, M. – Taylor, A. M. 2002: Global Capital Markets. In: Bordo, M. D. – Taylor, A. M. – J. G. Williamson, J. G. (eds): *Globalization in Historic Perspective*. World Bank.
- Portes, R. 2000: *Sovereign Debt Restructuring: The Role of Institutions for Collective Action*, CEPR. March, Mimeo.
- Rajan, R. G. – Zingales, L. G. 2001: *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century*, NBER, Working Paper 8178, Cambridge, MA.
- Razin, A. – Rose, A. K.: Business cycle volatility and openness: an exploratory analysis, In: Leidmann, L. (ed): *Capital mobility: the impact on consumption, investment and growth*, 48–75. o.
- Rogoff, K. 1999: International Institutions for Reducing Global Financial Instability. *Journal of Economic Perspectives*, 13, 4, 21–42. o.
- Romer, C. D. 1999: Changes in Business Cycles: Evidence and Explanations, *Journal of Economic Perspectives*, 13, 23–44. o.
- Sachs, J. 1995: *Do We Need an International Lender of Last Resort?* Princeton University, Frank Graham memorial lecture.
- Soros, G. 1998: *The Crisis of Global Capitalism*. New York: Public Affairs Press.
- Stock, J. H. – Watson, M. W. 2002: *Has the Business Cycle Changed and Why?* Harvard University, Mimeo.
- Szentes T. 1999: *Világgazdaságtan, elmélet és módszertan*, Aula. Budapest.
- World Bank 2003: *World Development Report*, Washington D.C.

Pénzügyi piacok és vállalati pénzügyek

A kis- és középvállalkozások finanszírozása, különös tekintettel a magyar és a lengyel viszonyokra*

Andrássy Adél – Agnieszka Krymariys-Balcerzak – Lentner Csaba – Atsede Woldie**

Az 1990-es évtized Közép-Kelet-Európában a piacgazdaság kiépítését szolgáló transzformációs folyamat időszak volt. Az évtized második felére a privatizáció és a vállalati reorganizáció befejezésével kialakultak az új magántulajdonosi szerkezet alapvonásai, a térségben egy sajátos poszt-szocialista tulajdonosi szerkezet jött létre.

A nemzetgazdasági teljesítmény domináns részét a vámszabadterületeken működő multinacionális cégek adják, a kis- és középvállalkozói szektor, bár számosságát tekintve rendkívül jelentős, de a növekedésben játszott szerepe nem meghatározó. A rendszerváltáskor a kis- és középvállalkozói kör szűkös erőforrásokhoz jutott, és az ezt követő kormányzati pénz, és adópolitikák egyenletlensége és összehangolatlansága sem erősítette a vállalkozói kört.

Aggasztó jelenség, hogy a nemzetközi nagyvállalatok a működőtőke befektetési hajlandóságuk számottevő visszaesése mellett nem kötődnek közvetlenül a magyar, illetve a lengyel fogyasztói és termelői szektorhoz. Versenyképességük és tulajdonosi tőkejövödelmük fenntartása érdekében a befektetéseiket az elmúlt évek óta kezdődően egyre nagyobb volumenben helyezik ki Közép-Kelet Európán kívüli térségekbe – így például: Ukrajnába, Romániába, Kínába. Üzletpolitikájukban alapvető döntési tényező, hogy az extenzív tőkebefektetési időszakban, a térségben létesített munkaigényes üzemek fajlagos bérköltség-mutatói már nem annyira kedvezőek, és a közép-európai piac egyre inkább feltöltődik az általuk gyártott árukból.

A kis- és középvállalkozói kör minden gazdaságban lényeges szerepet játszik: egyrészt azért, mert a foglalkoztatottak jelentős részének nyújtanak munkát, másrészt hozzájárulnak a nemzeti jövedelem előállításához és az exporthoz, harmadrészt azért, mert zömmel hazai tulajdonban lévő vállalkozások tartoznak a körhöz.

A bankszektor a viszonylag magas kockázatosága miatt a korábbiakban elhanyagolta a kis- és középvállalkozások hitelezését. Így a magas banki kamatszintek és a jelentős infláció miatt a vállalati szektor az elmúlt évtizedekben alapvetően a visszatartott nyereségből finanszírozta működését. A jelenlegi gazdasági körülmények között azonban a bankok érdeklődése megnőtt a kis- és középvállalkozások finanszírozása iránt – hiszen jelentős nagyságrendű hitelkihelyezésre nyílik lehetőségük –, ugyanakkor a kis- és középvállalkozások is egyre inkább hitelfelvők ké válnak, mert saját forrásaikkal a fejlődésüket már nem tudják teljes körűen megfinanszírozni.

Kulcsszavak: kis- és középvállalkozások, bankhitel, finanszírozás

* Tanulmányunk – mely a Walesi Glamorgan Egyetem, a Poznani Egyetem és a Nyugat-Magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Karainak közös kutatása keretében készült – a kis- és középvállalkozások finanszírozásával, banki kapcsolataikkal, fejlődési lehetőségeiknek finanszírozási oldalról történő megalkalmazásával foglalkozik.

** Andrássy Adél, habil. egyetemi docens, Nyugat-Magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (Sopron)

Agnieszka Krymariys-Balcerzak, egyetemi tanár, Poznan University of Economics (Poznan)

Lentner Csaba, habil. egyetemi docens, Nyugat-Magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (Sopron)

Atsede Woldie, egyetemi tanár, University of Glamorgan (Glamorgan)

1. A kis- és középvállalkozások helyzete Magyarországon

Magyarországon a vállalkozások túlnyomó többsége (99 százaléka) kis- és középvállalkozás¹, és az összes vállalkozásból 66 százalékot tesznek ki az egyéni vállalkozók. A kis- és középvállalati szektor ad munkát a foglalkoztatottak több, mint kétharmadának, a hozzáadott érték csaknem 40 százalékát állítja elő, és az exportértékesítés egyötödét realizálja.

A kkv-k a gazdaságban betöltött szerepük ellenére forráshiánnyal küszködnek. A bankok üzletpolitikájában egészen a legutóbbi időkig nem játszott meghatározó szerepet a vállalati kör finanszírozása. Az elmúlt néhány évben azonban nőtt a bankok kkv-hitelezési aktivitása, így 2000-ben a szektorba kihelyezett hitelállomány közel 30 százalékkal növekedett. A mikro- és középvállalkozásoknak nyújtott hitelállomány növekedési üteme nagyjából megegyezett, 26, illetve 28 százalék volt. A kisvállalkozásoknak nyújtott hitelállomány 2000-ben az előző évhez képest 32 százalékkal nőtt.

2001-ben a szektornak nyújtott hitelállomány az előző évhez képest csak 14 százalékkal nőtt és a szektoron belül az egyes vállalkozási formák finanszírozása vonatkozásában súlypont-eltolódások voltak megfigyelhetők. A középvállalkozásoknak nyújtott hitelek az előző évhez képest több mint 4 százalékal csökkentek, a kisvállalkozásoknak nyújtott hitelek ezzel szemben 7 százalékkal nőttek. A mikrovállalkozások hitelállománya viszont több, mint másfélszeresére nőtt.

2002-ben az előző évhez képest közel 30 százalékkal nőtt a szektor hitelállománya. A legnagyobb mértékben a középvállalkozások hitelei nőttek (mintegy 50 százalékal), a mikrovállalkozásokhoz kihelyezett hitelek 28 százalékal, a kisvállalkozások hitelállománya pedig 5 százalékal nőtt.

1. táblázat. A mikro-, kis-, és középvállalkozásoknak nyújtott hitelek nagysága (milliárd Ft)

Megnevezés	1999	2000		2001		2002	
		éves hitel- állomány (milliárd Ft)	2000/ 1999 (%)	éves hitel- állomány (milliárd Ft)	2001/ 2000 (%)	éves hitel- állomány (milliárd Ft)	2002/ 2001 (%)
Mikrovállalkozások:	192,8	243,7	126,4	387,7	159,4	495,8	127,9
Kisvállalkozások:	225,1	297,6	132,2	318,2	106,9	334,8	105,2
Középvállalkozások:	387,7	495,2	127,7	474,6	35,8	672,7	147,4
Összesen:	805,6	1036,6	128,7	1180,5	113,9	1503,3	127,4

Forrás: A vállalatfinanszírozás új fejlődési irányai, MNB Műhelytanulmányok, 107. o.

¹ Magyarországon a kisméretű vállalkozások fogalmát „A kis- és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról szóló 1999. évi XCV. törvény” definiálja, eszerint a foglalkoztatási küszöbök megegyeznek az EU-beli szabályozással (az összes foglalkoztatotti létszám 250 főnél kevesebb), míg a pénzügyi küszöbök jóval alacsonyabbak. Magyarországon a vállalkozás kkv-nek minősül legfeljebb 4 milliárd Ft éves nettó árbevétel vagy 2,7 milliárd Ft mérlegfőösszeg esetén, míg az EU-ban ezek a határok 40 millió euró éves forgalom vagy 27 millió euró mérlegfőösszeg (azaz a magyarországi felső határ 2,4 szerese).

2. A kis- és középvállalkozások, valamint a bankok viszonyának fontossága

A kisvállalkozások hitelezését széles körben olyan tevékenységnek tekintik, melyben igen nagy szerepet játszanak a személyes kapcsolatok és az idioszinkratikus jelleg. E tevékenység sikere nagyban múlik a tulajdonosoktól származó részletes információk megszerzésén és azok részletes elemzésén. A pénzintézetek általában a kisvállalkozásokat ugyanolyan módon kezelik, mint a lakosságot, azaz a hitelkérelem elbírálásánál sokkal inkább a vállalkozás tulajdonosának, mint magának a vállalkozásnak a hitelképessége bizonyul döntő szempontnak. A kis- és középvállalkozások számára nyújtott hitelek sajátos információs követelményei komoly esélyt jelenthetnek a lokális piacokhoz kisebb, vagy nagyobb mértékben kötődő bankok számára. A bankok és vállalatok közötti megfelelő hitelezői–adói viszony kialakulása hozzájárulhat a kisvállalkozások számára nyújtott hitelek monitoring és ellenőrzési költségeinek jelentős csökkenéséhez. (Berger–Udell 1996)

A „relationship banking” (személyes kapcsolatokon alapuló bankszolgáltatások) fogalmát Moriarty (1983) a következőképp határozza meg: „annak felismerése, hogy a bank profitját a teljes ügyfélkapcsolat nyereségességének maximalizálásával növelheti, ahelyett, hogy egyes termékekből vagy tranzakciókból húzna lehetőleg nagy nyereséget.” Eme paradigmaváltás összhangban van a domináns üzleti trendekkel, melyek szerint a tranzakciós orientációtól eltolódás figyelhető meg a hosszú távú interaktív ügyfélkapcsolatok irányába.

Szintén nagy számú empirikus vizsgálat támasztja alá azon nézetet, mely szerint a banki ügyfélkapcsolatok információkat generálnak a banki ügyfelekről, ami áttételesen olyan egyéb előnyökkel is jár, mint például alacsonyabb hitelezési költségek és jobb hitelallokáció, illetve jobb hitelhez jutási lehetőségek az ügyfelek részére. Petersen és Rajan (1994) rámutattak arra, hogy a hitelezési viszony hossza kihat a hitelek hozzáférhetőségére, azonban a hitelek árát nem befolyásolja. Berger és Udell (1995) hitelkereteket használnak a személyes kapcsolatokon alapuló hitelek elkülönítésére és megállapítják, hogy az egyes bankokkal hosszabb ideje üzleti kapcsolatban álló vállalatok ténylegesen alacsonyabb kamatot fizetnek. Beszámolnak továbbá arról, hogy minél hosszabb múltra tekint vissza a vállalat és a bank kapcsolata, annál nagyobb a valószínűsége, hogy a hitelező nem kér hitelbiztosítékot. Cole (1998) ugyanakkor megállapítja, hogy a bankok inkább hajlandók olyan vállalkozásoknak hitelezni, amelyekkel már fennálló kapcsolataik vannak, az ilyen kapcsolat hosszára való tekintet nélkül.

A „kapcsolati hitelezés” létének egyik előfeltétele, hogy a nagy, komplex szerveztű bankok túl drágának tartják a hitelkockázatokat, illetve a bonitási besorolás szempontjából nem standardizálható kisvállalkozásokkal kapcsolatos információk gyűjtését és folyamatos ellenőrzését.

A szolgáltatások minőségének szerepe kiemelkedően fontos a bankszektorban, és bár közvetlen kapcsolatban áll a nyereségességgel, nincs egyetértés abban a vonatkozásban, hogy mi e fogalom tartalma. Maria Stafford (1994) megfigyelése szerint a szolgáltatások minősége alapvetően az ügyfélorientált viselkedéssel kapcsolatos.

Mások a szolgáltatások minőségét az ügyfelek érzékelései és észlelései, valamint a várokozások közötti eltérésként határozzák meg. A bankszektorban általában az ügyféligények és -elvárások folyamatos kielégítéséhez kötik a minőség fogalmát (Blanchard–Galloway 1994). Lewis és Booms (1983) a minőségi szolgáltatások nyújtását az ügyféligényekhez való folyamatos alkalmazkodásként értelmezik. Megint mások (például Parasuraman 1988, Avkiran 1994) hozzátesszik, hogy a szolgáltatások ügyfelek által érzékelt minősége egyfajta globális ítélet a tanúsított magatartásról.

Korábban a pénzintézetek kizárólag termékeik segítségével igyekeztek meghódítani és megtartani a piacot. Az ügyfelek választási lehetőségei korlátozottak voltak, kevés alternatíva állt rendelkezésükre, így gyakran kényszerültek arra, hogy az igényeiknek nem igazán megfelelő banki terméket válasszanak. A jelenlegi üzleti környezetben az előzőekben vázolt helyzet jelentősen módosult. Naponta új bankok jönnek létre, amelyek új termékeket kínálnak a konkurenciához hasonló, vagy alacsonyabb árakon. Az ügyfelek is pontosabb és naprakészebb ismeretekkel rendelkeznek a pénzügyi piacok vonatkozásában, és elvárásaik is nagyobbak. Az élesedő verseny, arra kényszeríti a bankokat, hogy tevékenységüket minél erősebben megkülönböztessék más pénzintézetekétől.

A Singapore Management Review szerint a magas szolgáltatási színvonalat képviselő társaságok tendenciózan

- hosszabb ideig tudják megtartani ügyfeleiket (50 % vagy több),
- alacsonyabb marketingköltségekkel dolgoznak (20 % – 40 %-kal alacsonyabb)
- magasabb árbevételarányos nyereséggel rendelkeznek (7 % – 12 %-kal magasabb)
- magasabb profitrátát érnek el (7 % – 17 %-ig).

Számos szerző (Buzell és Wiersema 1981, Garvin 1983) vélekedik úgy, hogy a minőség közvetlen kihatással van egy szervezet teljesítményére és jövőbeni növekedésére. Ezért a menedzsment kiemelt feladata, hogy a szolgáltatások minőségére megfelelő hangsúlyt fektessen. A szolgáltatások minősége, mint meghatározó jelenség mind a javakat termelő iparágakat, mind a szolgáltatási szektort egyre inkább érinti. A szolgáltatási szektor, beleértve bankszektort, nemzetgazdasági szempontból igen nagy jelentőséggel bír, mivel immár sokkal több munkavállalót foglalkoztat, mint a termelőszféra, és növekedési üteme is igen magas. Evans és Lindsay (1996) a szolgáltatási szektor fontosságát a következő példával illusztrálja: „az USA-ban példának okáért 1945-ben 22,9 millió ember dolgozott a szolgáltatási szektorban és 18,5 millió a termelőszférában. 1985-re 72,5 millióra növekedett a szolgáltatásokban dolgozók száma, míg a másodlagos szektorban ugyanez a szám 25 millió körül alakult.

3. Az empirikus vizsgálat eredményei.

A vállalkozások és a bankok kapcsolatának főbb jellemzői

2001-ben végzett felmérésünkben 348 lengyel céget elemeztünk.

A vizsgált mintában az egyéni vállalkozások képviselték a legelterjedtebb és legkedveltebb vállalkozási formát.

2. táblázat. A vizsgálatba vont vállalkozások megoszlása vállalkozási forma szerint

Jogi forma	Lengyelország (%)
Egyéni vállalkozó:	50
Részvénytársaság:	21
Korlátolt felelősségű társaság:	22
Egyéb:	7

Forrás: Saját szerkesztés

A vizsgált lengyel vállalkozások számottevő részének alapítása az 1990. utáni időszakra esik, míg 26 százalékuk már korábban létezett. A kis- és középvállalkozások jellemzően hazai magánszemélyek tulajdonában vannak, a külföldiek tulajdonában lévő vállalatok aránya mindössze 2,3 %.

3. táblázat. A kis- és középvállalkozások indulótőkéjének forrásai

Forrás megnevezése	Megoszlási arányszám (%)
Saját megtakarítások:	73,6*
Rokonoktól, barátoktól kapott kölcsönök:	15,2
Banki hitelek:	16,4
Szállítói hitelek:	9,2
Egyéb:	—

* A vállalkozások 51,6 %-a számára ez volt az egyetlen tőkeforrás

Forrás: Saját szerkesztés

A vállalkozások több mint 50 százaléknál a saját megtakarítás volt az egyetlen tőkeforrás, de 73,6 százaléknál is a az indulótőke nagy részét ez fedezte. A saját forrásokat a több esetben bankhitelek is kiegészítették (16,4 %). Viszonylag népszerű a barátoktól és rokonoktól felvett kölcsön is (15,2 %). Mindemelllett 9,2 százalékos részaránnyal a szállítói hitelek is hozzájárultak az indulótőke előteremtéséhez.

Elemzéseink során kitértünk annak a kérdésnek a vizsgálatára is, hogy a vállalkozások milyen gyakran és milyen kritériumok alapján váltanak bankot. A vizsgálatba vont vállalkozások zöme az elmúlt 10–15 évben hűséges maradt pénzintézetéhez, mindössze 26,4 százalékuk választott új bankot működése során. A bank elhagyásának okai közt a vállalkozások a következőket jelölték meg: a szolgáltatások igénybevételének túlzott időigénye (sorban állás), a lassú elszámolások és pénzügyi rendezések, a magas jutalékok, a szolgáltatások rossz minősége, illetve sokféleségének hiánya és a fiók kedvezőtlen földrajzi fekvése.

Felméréseink szerint a bankfiókok zömmel 1 és 5 km közötti távolságban vannak egy-egy vállalkozástól. A vállalkozások a banki partnerük kiválasztásánál a bankfiókok földrajzi elhelyezkedésére is nagy figyelmet fordítanak, közvetlenül a bank megbízhatósága után szerepel szempontjaik között.

4. táblázat. A banki partner kiválasztásának kritériuma

Ok	Lengyelország* (%)
Megbízhatóság:	61,2
Megfelelő földrajzi fekvés:	38,8
Szolgáltatások széles spektruma:	27,9
Kiszolgálási idő:	23,6
Szolgáltatások minősége:	26,7

* Lengyelországban a vállalkozások három okot nevezhettek meg 14 közül, így az oszlopban jelzett értékek nem 100 %-ot adnak.

Forrás: Saját szerkesztés

A felmérésben részt vevő vállalatok nagy hányada nem elégedett a jelenleg a bankok kínálatában szereplő hitelkínálattal (az elégedetlenek aránya 29,0 %). 50 százalék fölött van azon vállalkozások aránya, amelyek véleménye szerint a hitelhez jutással kapcsolatos eljárások túl bonyolultak. Ennek ellenére vállalatok nagy része (65 százalékuk) nem tervezi nem-banki hitel felvételét. Ugyanakkor a vállalkozások majdnem kizárólagos jelleggel forgótőke finanszírozáshoz vesznek igénybe hiteleket, ami arra enged következtetni, hogy a közeljövőben a pénzintézetek részére a kis- és középvállalkozások finanszírozása nagyobb lehetőséget jelent. A hitel- és hasonló kártyák is nagy népszerűségnek örvendenek (54 %).

A mobiltelefonos banki szolgáltatások jelentősége szinte napról-napra növekszik (24 %).

Elektronikus, illetve Internet-banking szolgáltatásokat a vállalkozások majdnem 25 százaléka vesz igénybe.

5. táblázat. A vállalkozások által igénybe vett banki szolgáltatások

Megnevezés	Elterjedtség (%)
Lízing:	27,6
Faktoring:	5,8
Forfeiting ² :	0,0
Internetes banki szolgáltatások:	24,7
Telefonos banki szolgáltatások:	58,9
Mobiltelefonos banki szolgáltatások:	23,6
Hitelkártyák:	54,0
Beruházási tanácsadás:	4,3

Forrás: Saját szerkesztés

A felmérések szerint a kis- és középvállalkozói szektorban jelenleg még nem túl gyakori a beruházási tanácsadás igénybevétele (mindössze 4,3 százalékuk vesz igénybe ilyen jellegű banki szolgáltatást). Nem fejlődtek a vállalkozások üzleti és pénzügyi menedzsmentjének nyújtott speciális szolgáltatások sem. Valószínűsíthető, hogy a bankok a beruházási tanácsadásra irányuló szolgáltatásaikat kizárólag gazdag és nagy ügyfelek részére kínálják, míg a kis- és középvállalkozási szektort úgy kezelik, mint amely nem rendelkezik elég nyereségpotenciállal ahhoz, hogy a nagy költségigényű, professzionális szolgáltatásokat és szakértelmet igénybe vegye.

4. Összegzés

- A kis- és középvállalkozások tulajdonosi szerkezetének nemzeti jellege alapvető jellemvonás, azaz döntő hányaduk hazai magánszemélyek tulajdonában áll.
- A kis- és középvállalkozások gyökerei a 90-es évek elejére nyúlnak vissza. Nagy azon vállalkozások aránya is, amelyek mindössze 3–4 évvel ezelőtt kezdték meg mű-

² Főként középlejáratú váltókövetelés visszakereset nélküli megvásárlása, a nemzetközi kereskedelem finanszírozásának egy módja (CIB Bank definíció).

ködésüket. Feltételezhető, hogy ezek a viszonylag fiatal, hosszabb múlttal, illetve eleendő tapasztalattal nem rendelkező vállalkozások a bankok számára egy új – habár eleinte valószínűleg kis keresztmetszetű – piaci szegmenst fognak jelenteni. A bankok képzett szakembergárdája ezen vállalkozások részére széleskörű tanácsadói szolgáltatásokat nyújthat.

- A bankok a kis- és középvállalkozások részére nyújtott beruházási, illetve befektetési tanácsadása mint olyan, nem létezik. Ezt az eddig figyelmen kívül hagyott piaci rést innovatív bankok betölthetik.
- Nem jellemző, hogy induló kis- és középvállalkozások kezdőtőkéjüket banki források bevonásával biztosítsák. A hitelköltségek magasak és a banki követelmények gyakran nehezen teljesíthetők, azonban az általános gazdasági helyzet javulásával e hitelek iránt is nőhet a kereslet. Így a kis- és középvállalkozások e területen is nyereséges piaci szegmenst jelenthetnek a bankok részére.
- A kis- és középvállalkozások jellemzően földrajzilag hozzájuk közel fekvő bankot választanak. A fiókok elhelyezkedése tehát a vállalkozók számára fontos szempont a bankválasztásnál.
- Egyre nagyobb szerepet játszik a banki szolgáltatások minősége. A szolgáltatások széles köre, sokfélesége új ügyfeleket vonzhat. Mindezek nagyban hozzájárulhatnak a kis- és középvállalkozások, illetve bankok viszonyának újraértelmezéséhez. A bankok oldalán a jobb szolgáltatások versenylőnyt jelentenek a konkurenciával szemben.
- Az innovatív banki szolgáltatások egyre nagyobb népszerűségnek örvendenek a kis- és középvállalkozói körben. Jelenleg úgy tűnik, hogy az elektronikus banki szolgáltatásoké a jövő.
- A kis- és közép-vállalkozások és bankok közötti hitelviszony nagyrészt a forgótőke-hitelezésre korlátozódik.

Felhasznált irodalom

- Andrássy A. 2003: *A magyar mezőgazdaság jelene és jövője az Európai Unióhoz csatlakozásunk tükrében*. MTA Biológiai Kutató Intézet, Szeged
- Andrássy A. 2004: *A magyar agrárgazdaság jövedelmezőségi és finanszírozási viszonyai*. Nyugat-Magyarországi Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, Tudományos Konferencia Kötet, Sopron
- Avkiran, N. K.: Developing an Instrument to Measure Customer Service Quality in Banking. *International Journal of Bank Marketing*, 12, 6, 10–18. o.
- Blanchard, R. F. – Galloway, R. L. 1994: Quality in Retail Banking. *International Journal of Service Industry Management*, 5, 4
- Berger, A. N. – Udell, G. F. 1995: Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *The Journal of Business* 68, 7, 351–81. o.
- Cole, R. A. 1998: The Importance of Relationships to the Availability of Credit, *Journal of Banking and Finance*, 22, 8, 959–997. o.
- Evans, J. R. – Lindsay, W. M. 1996: *The Management and Control of Quality*. 3rd Edition, Printed by West Publishing Company

- Janc, A. – Krymarys-Baicerczak, A. 2001: *Evidence on the Nature of Financial Relations between SMEs and Banks in Poland* (Case of the Wielkopolska Region in 2000.), paper prepared for the ACE Workshop on Foreign Banks and Economic Transition held in Poznan University of Economics, Poland 14–16 September 2001.
- LeBlanc, G. – Nguyen, N. 1988: Customers' Perceptions of Service Quality in Financial Institutions. *International Journal of Bank Marketing*, 6, 4, 7–18. o.
- Lentner Cs. 2004: A hazai lízingfinanszírozás stratégiai kérdései, *Vezetéstudomány*, Budapest Management Review, 6, 38–44. o.
- Lentner Cs. 2004: A „Magyar modell” – változó pénzügyi és társadalmi erőterben, *Valóság*, 11, 74–89. o.
- Lewis, R. C. – Booms, B.H. 1983: The Marketing Aspects of Service Quality. in Berry L. – Shostack, G. L. – Upah, G. (Eds.). *Emerging Perspectives on Services Marketing*, American Marketing Association, Chicago, 99–104. o.
- Moriarty, R. T. – Kimball, R. C. – Gay, J. H. 1983: The Management of Corporate Banking Relationships, *Sloan Management Review*, Spring, 3–15. o.
- Parasuraman, A. Z. – Valaries, A. – Berry, L. – Servqual, L. 1988: A Multiple-Item Scale for Measuring Consumer Perceptions of Service Quality” *Journal of marketing*, 64, 1
- Petersen, M. A. – Raghuram, G. R. 1994: The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data, *The Journal of Finance*, 3–37. o.
- Steinboff, D. 1978: *Small Business Management Fundamental*, McGraw-Hill, New York.
- Rudie, M. J. – Wansley, H. B. 1985: The Merrill Lynch Quality Program. In: Block, T. M.– Upah, G. D. – Zeithamal, V. A. (szerk.): *Services Marketing in a Changing Environment*, American Marketing Association, Chicago, IL.
- Stafford, M. R. 1994: How Customers Perceive Service Quality. *Journal of retail banking*, 11, 2

Határon túli akvizíciós–fúziós folyamatok és mozgatórugói

Balogh Csaba*

Az elmúlt száz év akvizíciós és fúziós hullámai közül minden kétséget kizáróan az 1993–2000 közötti, sorrendben az ötödik egyben az utolsó hullám volt a legjelentősebb. Mind az üzletérték, mind a tranzakciók számát tekintve messze felülmúlta az addigi elődeit. A tranzakciók típusát vizsgálva az említett időszakra a határon túli M&A tranzakció volt a legjellemzőbb. A tanulmány ezen tranzakció típusok kiváltó okait és a folyamatok mozgató rugóit elemzi.

Kulcsszavak: határon túli akvizíció, fúzió

1. Bevezetés

Piacgazdasági rendszer alapján működő gazdaságokban, ahol az elsődleges szabályozó elv a szabad verseny, a vállalkozások létesülése és megszűnése jelentette természetes folyamatok mellett megfigyelhető egy harmadik jelenség is a gazdasági alanyok koncentrációja. Legtágabb értelemben a koncentráció a másik vállalat feletti uralom megszerzése, azaz befolyásszerzés a másik vállalat döntései felett, valamint a vállalatok egyesülése. Szűkebb értelemben csak a bizonyos mértéken felüli befolyás megszerzését és a vállalategyesülést tekintjük koncentrációnak. Leglátványosabb formái a vállalati felvásárlások és egyesülések.

A fúzió vagy egyesülés (a továbbiakban Mergers & Acquisitions – M&A) a vállalatok számának csökkenését eredményező beolvadást vagy összeolvadást jelent. Az akvizíció vagy felvásárlás a részesedésszerzés egyik minősített esete, a társasági és az értékpapírjog alapján egy vállalat többségi, de legalább 25 százalék, illetve nyilvánosan működő részvénytársaság 33 százalék részesedésének megszerzését jelenti.

A *fúzió* – egyesülés (merger) a vállalati koncentráció legnagyobb jelentőséggel bíró formája, amikor is a társaságok közül legalább egy megszűnik és más vállalattal szervezetileg egyesül. A társasági jog szerint az egyesülés végbemehet *beolvadással* ($A + B \rightarrow A$) és *összeolvadással* ($A + B \rightarrow C$). Beolvadás esetén a beolvadó vállalat megszűnik, általános jogutódja a beolvasztó társaság, amelynek jogalanyiségében nem következik be változás. Az összeolvadás mindkét társaságot megszünteti, vagyonuk pedig mint egész, a jogutód új társaságra száll át.

A *felvásárlás* – akvizíció, (acquisition) részesedés és befolyásszerzés. A vállalat feletti uralom vagy rendelkezési jog bizonyos mértékű megszerzése. A felvásárlás a vállalat vagyoni illetve szavazati jogainak általában legalább többségi mértékű megszerzése. Részesedés-

* Balogh Csaba, Ph.D. hallgató, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem Királyhelmeci Székhelyen Kivüli Képzés (Királyhelmec)

szerezés az egyes jogterületek által előírt jogkövetkezmények alkalmazásához szükséges mértékű részesedés megszerzése, befolyásszerzés a vállalat döntéseire vagy ügyeinek vitelére történő befolyás megszerzése, szavazati joggal, szerződéssel illetőleg tényleges magatartással. A felvásárlás történhet *részvényvásárlással* vagy *eszközvásárlással*.

Az előzőeken túlmenően az akvizíciókat és fúziókat még a következőképpen csoportosíthatjuk. Akvizíciónál megkülönböztethetünk: *Hitelből történő kivásárlást* (Leverage Buy Out – LBO), ahol a tranzakciót hitellel finanszírozzák, melynek fedezete általában a célvállalat eszközállománya. *Vezetői kivásárlást* (Management Buy Out – MBO), amikor a menedzsment veszi át a cég tulajdonosi jogait. *Munkavállalói kivásárlás* (Employee Buy Out – EBO) esetén az alkalmazottak lépnek a tulajdonosi pozícióba.

A fúziókat a következőképpen csoportosíthatjuk: *Horizontális* az az egyesülés, amikor azonos tevékenységet folytató vállalatok között jön létre a tranzakció. *Vertikális* integrációnak tekinthető, amikor a termelési–értékesítési lánc egyes szintjein álló vállalatok fuzionálnak, vagy hoznak létre konszernkapcsolatot. *Konglomerátum* típusú a csoportosulás, ha egymástól különböző tevékenységet folytató vállalatok közötti jön létre az ügylet.

2. Nemzetközi és hazai folyamatok

Az elmúlt öt évben a magyar cégek által végrehajtott határon átnyúló akvizíciós és (vagy) fúziós tranzakciók (Cross-Border Mergers & Acquisitions) száma határozottan megnőtt. Ezt igazolják a PricewaterhouseCoopers által évente készített, Közép-Európa országait magukba foglaló felméréseinek eredményei is. „Az egyes országok kifelé irányuló tranzakcióit tekintve változatlanul Magyarország a térség éllovasa, ahol a cégek külföldi terjeszkedése figyelhető meg. Mivel sok magyar cég a belföldi piac határaihoz érkezett, most külföldön keresik árbevételük növelésének lehetőségét.” (Dezse 2001, 2. o.)

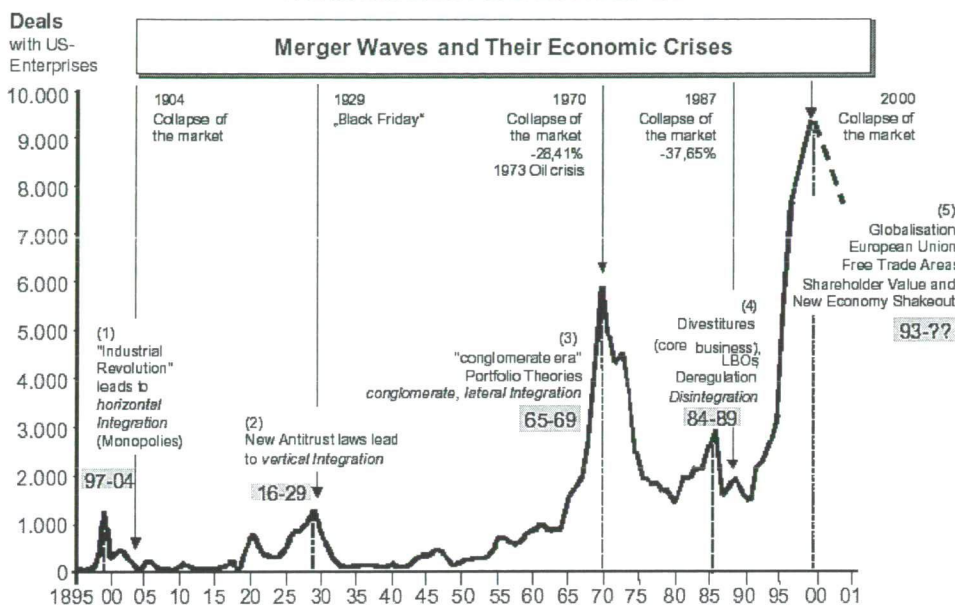
Természetes dolog, hogy a gazdaság zászlós hajói a MOL, az OTP, valamint a DANUBIUS, TVK, VIDEOTON, stb. érintettek az említett témában, hiszen a M&A tranzakciók főleg, ha azok a határon átirányulnak, bizonyos méret, tőkenagyság és menedzsment ismeretek meglétét kívánják meg. Annak ellenére, hogy a megfelelő magyar cégek életében ezek mondhatni új dolgok, világviszonylatban a M&A tranzakciókban aktív időszakok az elmúlt száz egynéhány évben többször is előfordultak.

Mint azt a következő 1. ábrán is láthatjuk öt olyan akvizíciókban és fúziókban aktív időszakot különböztethetünk meg, ahol a tranzakciók száma kiugróan magas volt.

Az egyes hullámokban a vállalatok más és más stratégiai megfontolások alapján egymástól eltérő tranzakció típusokkal próbáltak meg megfelelni az akkori gazdasági környezet jelentette kihívásoknak. A tranzakciókhoz vezető döntések indítékainak vizsgálatakor a szakirodalom alapján mikroökonómiai és makroökonómiai szempontok szerint tehetünk különbséget, illetőleg – akár az előzőekkel vegyesen – pénzügyi, finanszírozási okokat is találunk a menedzséri motívumok és az egyéb indítékok mellett.

Mody és Negishi szerint két alapvető motivációs erő lehet megkülönböztetni a tranzakciók mögött. A jövőbeli lehetőségek kialakítása – stratégiai opciók keresése, valamint múltbéli problémák megoldása – vállalati restrukturalizáció (Mody–Negishi 2000). Mindazonáltal ezen indítékok mögött csakis egyetlen racionális, gazdaságilag elfogadható érv húzódhat meg, ez pedig a tulajdonosi érték növelése. Valójában a M&A hullámok a megváltozott környezetre adott gazdasági reakciókként értelmezhetők (Kleinert–Klodt 2002). Ezen

1. ábra. Akvizíciós és fúziós hullámok



Forrás: Jansen (2000) 2. o.

változások az idő függvényében egymástól eltérhetnek, de általában mindig a technológiában bekövetkezett változás az indítójuk. Az 1. ábrán szemléltetett öt M&A hullámra vonatkozóan a következő 1. táblázat foglalja össze a feltételezett stratégiai megfontolásokat és a válaszlépéseket.

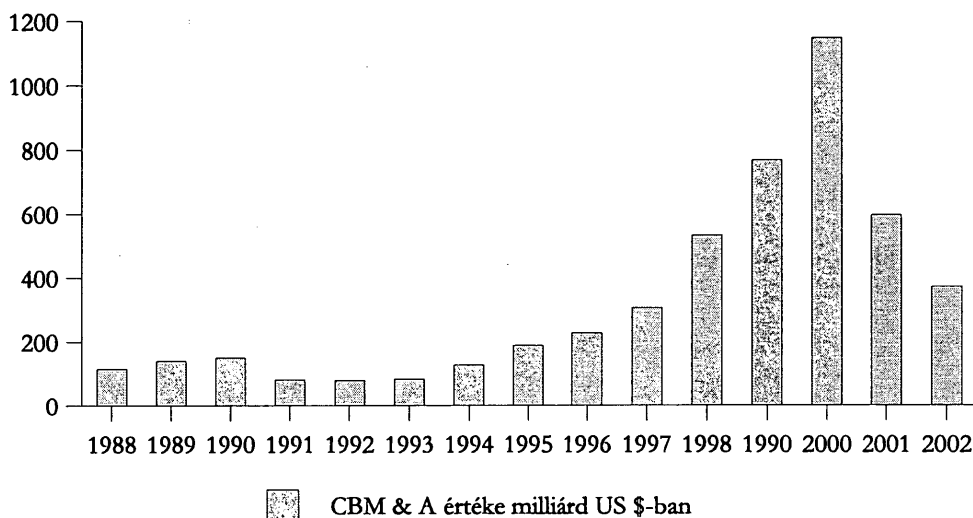
1. táblázat. M&A hullámok stratégiai megfontolásai

M&A hullámok	Időszak	Stratégiai megfontolás	Tranzakció típus
1. hullám	1880–1904	A piac feletti ellenőrző szerep megszerzése, monopol járulék realizálása.	Horizontális M&A
2. hullám	1916–1929	A teljes értéklánc feletti ellenőrző szerep megszerzése.	Vertikális M&A
3. hullám	1965–1969	Anti-ciklikus portfólió építés, a különböző iparágak gazdasági recessziós periódusainak harmonizálása.	Konglomerátum M&A
4. hullám	1984–1989	Vissza az alaptevékenységhez! Spekulációs felvásárlások pénzügyi nyereségeinek realizálása.	LBO
5. hullám	1993–2000	Az Új Gazdaság konszolidációjának kihasználása a részvényesi érték maximalizálása.	Határon túli M&A

Forrás: saját készítés az 1. ábra és Jansen (2000) 5. o. felsorolás alapján

Az 1. ábrán jól láthattuk, hogy a M&A hullámok közül minden kétséget kizáróan az utolsó az 1993–2000 között lezajlott, ötödik hullám volt a legnagyobb. Ismerve a mögöttes stratégiai megfontolásokat és a környezet kihívására adott válaszlépéseket, mint azt az 1. táblázat tartalmazza a legtipikusabb tranzakciók ebben a hullámban a *határon túli akvizíciók és fúziók* (Cross-Border Mergers & Acquisitions – CBM&A) voltak. Ezek az ügyletek annyiban különböznek a hagyományos M&A tranzakcióktól, hogy itt a két résztvevő cég származási országa nem azonos. A CBM&A tranzakciók legjelentősebb feladata hosszú távon a vállalati működés átstrukturálása és az eszközök reallokációja (Mody–Negishi 2000).

2. ábra. A határon túli M&A értékeinek alakulása az 1988–2002 időszakban



Forrás: UNCTAD (2003) B.7 táblázat 289. o. adatai alapján

Az utolsó M&A hullámra nem csak a CBM&A tranzakciók, de az óriási üzletérték is jellemző volt úgy a fejlett mint a fejlődő országok esetében (UNCTADT 2000). Az 5. M&A hullámon belül abszolút értékben a CBM&A tranzakciók csúcspontjukat a 2000-es évben érték el. Összértékük 1144 milliárd US\$ volt, a tranzakciók számát tekintve ez 6520 darab. Ezen belül az 1 milliárd US\$ feletti tranzakció (Mega deals) száma 175 darab, mint azt az alábbi 2. táblázat is szemlélteti. A 2000-es év volt ebben a kategóriában is a csúcspont.

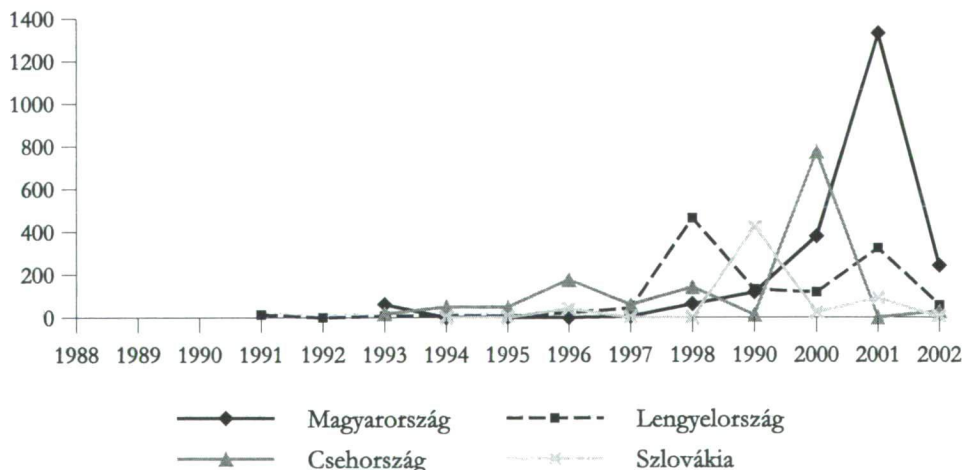
A felvásárlások tekintetében a közép-kelet-európai régió adatainak összege csak az ezredét képviseli a világ összes CBM&A tranzakció értékének. Ezen belül, mint azt a bevezetőben is említettem Közép-Európában a vállalatok határon túli terjeszkedésében Magyarország az élenjáró, messze meghaladva a térség többi országának teljesítményét, ahogyan azt a 3. ábra is mutatja.

2. táblázat. Az 1 milliárd US\$ meghaladó határon túli akvizíciók és fúziók
1987–2002 között

Év	Tranzakciók száma	Az össz tranzakció %-ban	Üzlet érték	Az össz üzletérték %-ban
1987	14	1,6	30,0	40,3
1988	22	1,5	49,6	42,9
1989	26	1,2	59,5	42,4
1990	33	1,3	60,9	40,4
1991	7	0,2	20,4	25,2
1992	10	0,4	21,3	26,8
1993	14	0,5	23,5	28,3
1994	24	0,7	50,9	40,1
1995	36	0,8	80,4	43,1
1996	43	0,9	94,0	41,4
1997	64	1,3	129,2	42,4
1998	86	1,5	329,7	62,0
1999	114	1,6	522,0	68,1
2000	175	2,2	866,2	75,7
2001	113	1,9	378,1	63,7
2002	81	1,8	213,9	58,9

Forrás: UNCTAD (2003) 17. o.

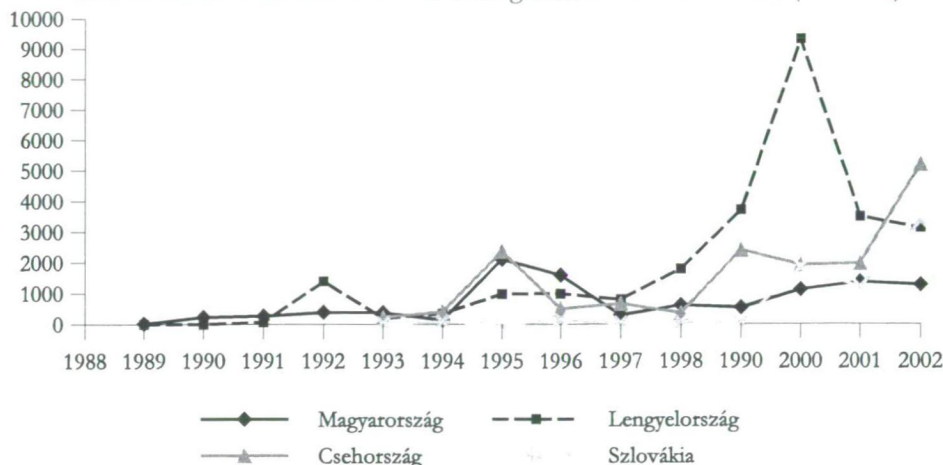
3. ábra. CBM&A vásárlások a V 4-ek országaiban 1988–2002 között (Mil. US\$)



Forrás: UNCTAD (2003) Függelék B.8. 295. o. táblázat alapján

Az értékesítési adatok ismeretében egyértelműen megállapítható, hogy a térség vállalatai inkább mint célpontok jöhetnek szóba egy CBM&A tranzakció esetében. Erre utalnak az elmúlt időszak CBM&A értékesítési adatai, amelyek nagyságrenddel nagyobbak a vásárlási értékekhez képest (4. ábra).

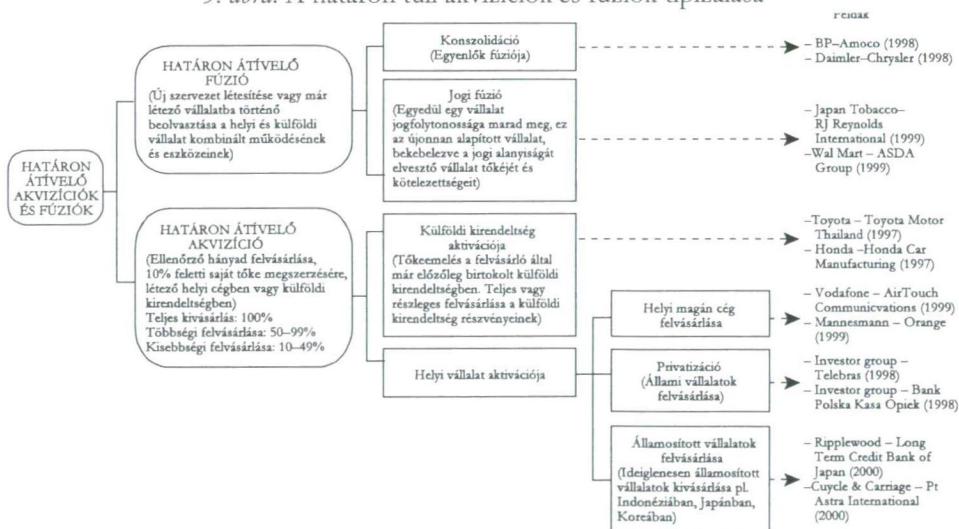
4. ábra. CBM&A értékesítés a V 4-ek országában 1988–2002 között (Ml. US\$)



Forrás: UNCTAD (2003) Függelék B.7. 292. o. táblázat alapján

A határon túli akvizíciók és fúziók csoportosítását valamint az egyes típusok egymástól történő elhatárolását megkönnyítő példákat az 5. ábra szemlélteti.

5. ábra. A határon túli akvizíciók és fúziók tipizálása



Forrás: UNCTAD (2000) 100. o.

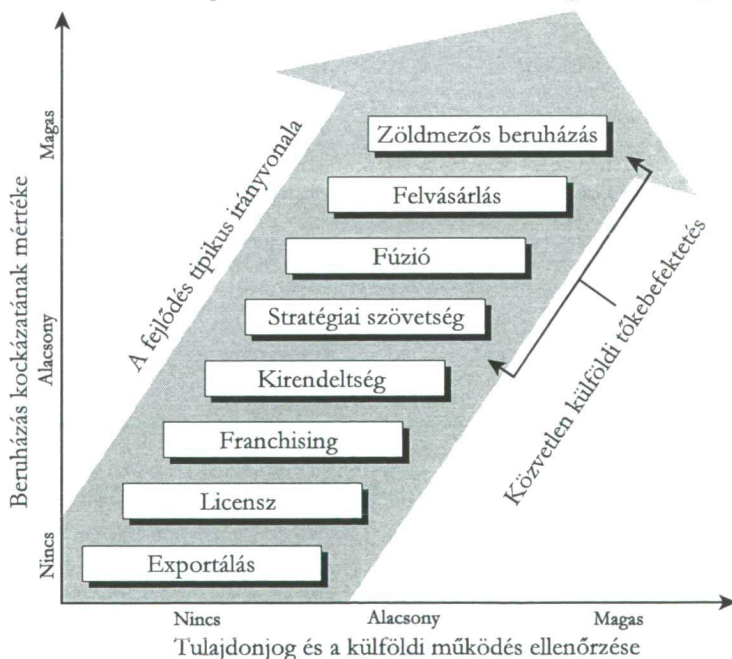
3. A folyamatok mozgatórugói

Miképpen jutottak el a vállalatok a CBM&A tranzakciókig? A folyamat a következőkkel magyarázható. Egy vállalat életciklusa, amely a teljes vállalati szintre ártérítve lényegében hasonlóan definiálható, mint a termék életgörbe (bevezetés, növekedés, érettség

és hanyatlás szakaszokra bontható) (Chikán 1994). Kisebb volumenű gazdaságokkal rendelkező országok esetében hamarabb (természetesen a gazdasági fejlődés fényében értelmezve), míg nagyobb volumenű gazdaságokkal rendelkező országok esetében később – a hazai vállalatok életciklusukban elérkeznek ahhoz a ponthoz, amikor a vállalati méretgazdaságosság szempontjának érvényesítése során kénytelenek átlépni a nemzeti határokat. A nemzeti vállalatokból átlépve az ország határait így lesz *multinacionális vállalat* (Multi National Company – MNC), majd a további fejlődés során pedig *transznacionális vállalat* (Trans National Company – TNC).

A nemzeti határokon való átlépésnek több lehetősége van. A legismertebbek a termékek exportja, stratégiai szövetségek kötése, akvizíció, fúzió valamint a zöldmezős beruházás (Lall 2002). A termékek exportálását kivéve a többi lehetőséget a szakirodalom a *közvetlen külföldi tőkebefektetések* (Foreign Direct Investment – FDI) kategóriába sorolja. A döntés (választás az egyes eszközök közül) az egyes lehetőségek között általában a tranzakciós költségek alapján történik. A döntéshozók célja itt a tranzakciós költségek minimalizálása. Gonzalez és társai szerint a külföldi piacra lépés költségeinek minimalizálása céljából keresik az alulértékelt célvállalatokat a felvásárló vállalatok (Gonzalez és szerzőtársai 1997). Az alkalmazott elemzési módszer legtöbb esetben a költség-haszonelemzés (cost-benefit analysis). Azonban mint azt a 6. ábrán láthatjuk a választás az egyes lehetőségek közül egyben döntés a tulajdonjog és a külföldi működés feletti ellenőrzés mértékéről, ami viszont egyenes arányban van a beruházás kockázatának mértékével. Minél nagyobb tulajdonrészt vállal a külföldi érdekeltségben a vállalat, annál nagyobb beruházási kockázatnak van kitéve. Természetesen ezen kockázatvállalás ellenértékét a tulajdonjog alapján a profitból való részesedés

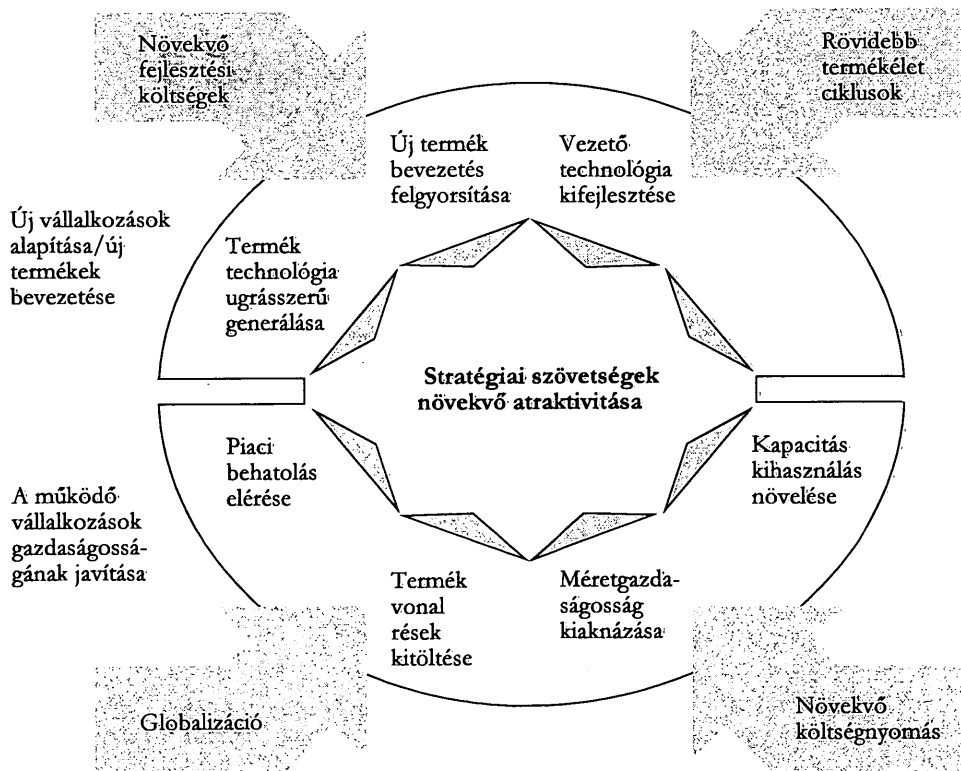
6. ábra. A külföldi piacokra történő behatolás stratégiai lehetőségei



Forrás: Webster (2000) 19. o. és saját készítés biztosítja.

A stratégiai menedzsment szempontjából a CBM&A tranzakciók mellett második nagyon érdekes és nem kevésbé fontos forma a *stratégiai szövetség* (Strategic alliance). „A stratégiai szövetség a szervezetközi kapcsolatok sajátos, különleges formája, amelynek alapvető jellegzetességeire, megkülönböztető vonásaira nézve még nem alakult ki egységes álláspont a nemzetközi szakirodalomban.” (Tari 1998, 19. o.) Egy másik definíció szerint a stratégiai szövetség meghatározott szerveződésű, sajátos jegyeket felmutató, közbenső együttműködési formát jelent a piac és a hierarchia között. (Thorelli 1986, Bronder–Pritzl 1992, Lorange–Roos 1992, Tari 1998). „A stratégiai szövetségekötés nem más, mint válasz arra a stratégiai kihívásra, amit a verseny világméretűvé válása, a piacok globalizációja, a kutatási és fejlesztési ráfordítások ugrásszerű növekedése, s ezzel összefüggésben a technikai–technológiai haladás felgyorsulása jelent a piacgazdaság szereplői számára.” (Tari 1998, 21. o.). Globális szinten valójában már nem is az egyes vállalatok versengenek egymással, hanem egyre inkább az egyes vállalati csoportok (stratégiai szövetségekbe tömörült multinacionális vállalatok) között zajlik az egyre erősebb verseny (Gomes–Casseres 1994).

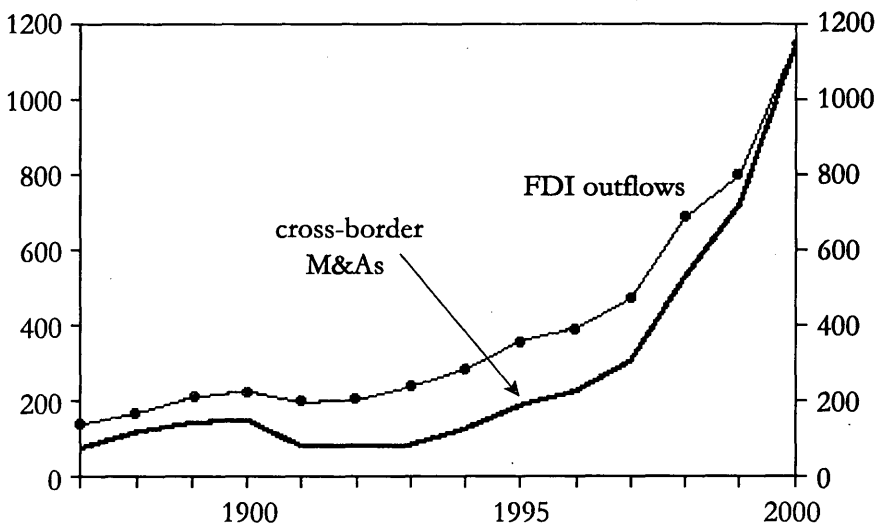
7. ábra. A stratégiai szövetségek kialakulására ható gazdasági tényezők



A stratégiai szövetségek működésének ideje alatt általában két kritikus időszak adódhat. Az első az együttműködés 2–3 évében jelentkezhet, amikor a felek elégedetlensége nyilvánvalóvá válik. A második az együttműködés 5–6 évében, amikor az egyik fél már késznek érzi magát a szövetségből való továbblépésre. A stratégiai szövetségek átlagos időtartama 7 év és közel 80 százalékuk akvizícióval vagy fúzióval végződik. Valójában a stratégiai szövetség tehát nem más mint egy alacsony kockázatú és olcsó opció a jövőbeli akvizíció vagy fúzió megvalósítására (Bleeke–Ernst 1995).

A közvetlen külföldi tőkebefektetések értékének alakulásában a CBM&A tranzakciók minden kétséget kizáróan egyre fontosabb szerepet töltenek be. Ezt a fejlődési folyamatot szemlélteti a 8. ábra, amelyen a CBM&A jelentőségének növekedése világviszonylatban jól látható. Míg az 1990-es évek közepéig a CBM&A tranzakciók csak 50 százalékát tették ki az összes FDI-nek, addigra ez az arány 1999-re 84 százalékra nőtt és 2000-re gyakorlatilag elérte a 100 százalék. (CBM&A összértéke 1144 milliárd US\$, FDI összértéke 1150 milliárd US\$.)

8. ábra. A közvetlen külföldi tőkebefektetések (FDI) és a határon túli akvizíciók és fúziók (CBM&A) értékeinek alakulása világviszonylatban 1987–2000 között (milliárd US\$-ban)

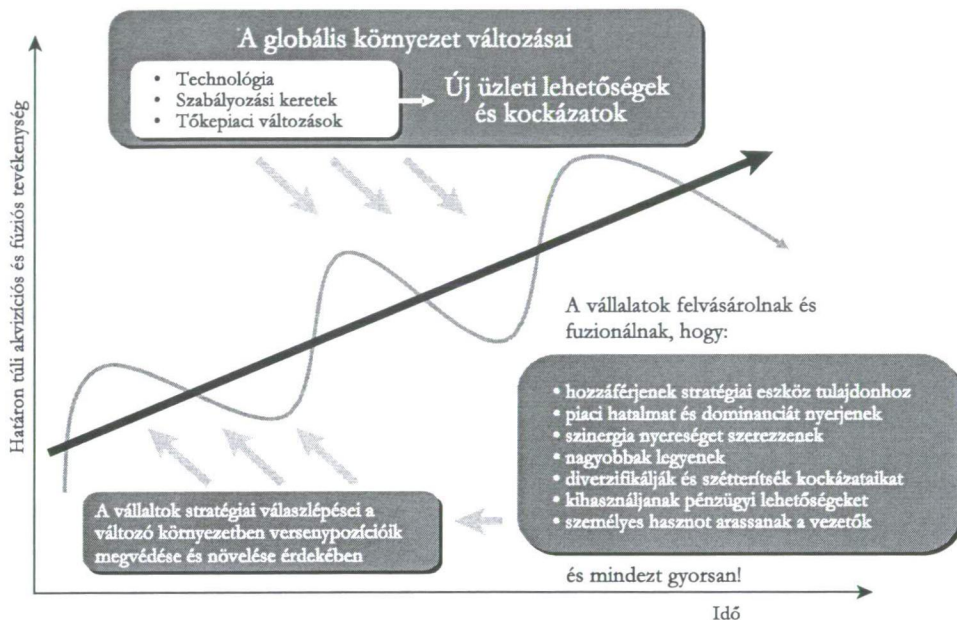


Forrás: Kleinert – Klodt (2002) 11. o.

A már korábban említett technológiai indíttatású környezetváltozás, a szabályozási keretek valamint a tőkepiacok deregulációja új üzleti lehetőségeket és kockázatokat teremt a vállalatok számára, amelyek versenypozíciójuk megvédése és növelése érdekében a növekedésbe való menekülésben látják a megoldást. Amiért a CBM&A tranzakciók szinte kizárólagos eszközeivé váltak a növekedésnek (8. ábra) azt az idő és az azonnal birtokolható eszközök kritikus tényezővé válása okozta. Olyan gazdasági környezetben, ahol a szereplők szerint „egy év 50 napig tart”, ahol a „sebesség a barát, az idő az ellenség” nincs mód kivárni a szerves növekedés eredményét, a zöldmezős beruházások felfutását és a stratégiai szö-

vetségek, együttműködések hozadékát. A tervezés és a megvalósítás szimultán folyamat. A tervezés (plan) és megvalósítás (action) egyenlő „plaction” (UNCTAD 2000) már nem választható szét többé. Aki nem képes e felgyorsult világban azonnal reagálni az lemarad. Ilyen helyzetben a stratégiai fontos lokális jövedelemgeneráló eszközök (szállító és elosztó hálózatok, márkanév, helyi engedélyek, K+F eredmények, technikai know-how stb.) azonnali birtoklása nélkülözhetetlen.

9. ábra. A határon túli akvizíciók és fúziók kialakulására ható gazdasági tényezők



Forrás: UNCTAD (2000) 154. o.

Ráadásul a fejlődő országokban a CBM&A tranzakciók azonnali likviditást, eszközvesztés megakadályozást és erőforrásallokáció bebiztosítást jelentenek (Mody–Negishi 2000). Hosszú távon pedig új menedzsmenttudást és szervezeti rendszert hoznak növelve a hatékonyságot és a versenyképességet.

4. Összegzés

Az ezredfordulóra a vállalatok határon túli terjeszkedésében világviszonylatban eddig példa nélküli növekedés volt tapasztalható, amely a globalizáció következtében éreztette hatását a közép-európai régióban is. A folyamat háttérében a technológiai indítatású környezetváltozás, a szabályozási keretek és a tőkepiacok deregulációja keresendő. Amiért a CBM&A tranzakciók szinte kizárólagos eszközeivé váltak a növekedésnek azt az idő és az azonnal birtokolható eszközök kritikus tényezővé válása okozta. Ezen összetett folyamatok azonban nem csak lehetőségeket, hanem igen komoly veszélyeket is hordozhatnak maguk-

ban. Ezért a nagy sietség csak akkor hasznos, ha közben nem vétünk hibát. Ellenkező esetben pont a fordítottja következik be annak, amit az egyes tranzakcióktól várnak a lebonyolítók. Az egyre sürgető idő következtében rosszul megtervezett, elsietett és átgondolatlanul megvalósított CBM&A tranzakció akár a csőd szélére is sodorhatja az ügylet lebonyolítását megelőzően egyébként kiválóan teljesítő vállalatot, potenciális felvásárlási célponttá téve ki ezzel magát.

Felhasznált irodalom

- Bleeke, J. – Ernst, D. 1995: Is Your Strategic Alliance Really a Sale? *Harvard Business Review*, 1–2, 97–105. o.
- Dezse, M. 2001: *Central & Eastern European Mergers & Acquisitions Survey. Weathering the downturn*. Pricewaterhouse Coopers, Budapest.
- Gomes-Casseres, B. 1994: Group Versus Group: How Alliance Networks Compete. *Harvard Business Review*, 7–8, 62–74. o.
- Gonzalez, P. et al. 1997: Cross-border mergers and acquisitions: Maximizing the value of the firm. *Applied Financial Economics*, 7, 295–305. o.
- Chikán A. 1994: *Vállalatgazdaságtan*. KJK – Aula Kiadó, Budapest.
- Jansen, S. A. 2000: *Pre- and Post Merger-Integration in Cross Border Transactions: Trends, Tools, Theses and Empirical tests of Old and New Economy Deals*, Institute for Mergers & Acquisitions Universität Witten/Herdecke
- Kleinert, J. – Klodt, H. 2002: *Causes and Consequences of Merger Waves*. Kiel Working Paper No. 1092. Kiel Institute of World Economics Kiel.
- Mody, A. – Negishi, S. 2000: *Cross-Border Mergers and Acquisitions in East Asia: Trends and Implications*. World Bank's Foreign Investment Advisory Service PREM Network seminar. World Bank, Washington
- Tari E. 1998: *Stratégiai szövetségek az üzleti világban*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest,
- UNCTAD 2000: *World Investment Report 2000, Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*. United Nations, New York.
- UNCTAD 2003: *World Investment Report 2003, FDI Policies for Development: National and International Perspectives*. United Nations, New York.
- Webster, G. H. 2000: *Strategic Alliances* előadás prezentáció

A FED Taylor-szabálya és következményei a követő és felzárkózó gazdaságokra

Csillik Péter – Tarján Tamás*

A tanulmány két kérdés megválaszolását tűzi ki feladatául. Igaz – e, hogy a társadalmi jóléti függvényen alapuló szabálykövető monetáris politika (USA) jobb szolgáltatást nyújt a gazdasági szereplők számára, mint a kizárólagosan antiinflatorkus célú és diszkrecionális monetáris politika? Ha igaz, akkor miként lehet a technológiai követő országok számára a potenciális kibocsátás pályáját meghatározni, mivel számukra ez korántsem olyan egyszerű, mint a technológiai vezető (USA) számára, ahol az egy főre jutó potenciális kibocsátás pályája 120 éve állandó és évi 0,018-os ütemű.

Kulcsszavak: monetáris politika, növekedésemélet

1. Bevezetés

A következő rövid cikkben részben amellet érvelünk, hogy jobb, ha egy ország olyan reagáló monetárispolitikát alkalmaz, amelyik társadalmi jóléti függvényen alapszik, és kiszámítható magatartásszabályoknak megfelelően alakítja vezérlő kamatlábát, mint ha nem reagál, vagy önkényesen diszkrecionálisan reagál, (és a gazdasági növekedés támogatását céljai közül számon űzve csak az inflációcsökkentést akarja minden áron elérni). Állítjuk, hogy a közgazdaságtudomány és néhány ország gyakorlata már túljutott azon a szinten, ahol most a magyar jegybanki monetáris politikai gondolkodás tart. Állítjuk továbbá, hogy az elmúlt másfél évtizedben lezajlott egy implicit pénzülméleti áttérés, ahol a pénzfogalmat kivonták a monetáris politika eszközei közül, és a kamatlábbal helyettesítették azt. Végül megvizsgáljuk, hogy az USA-n kívüli országoknak milyen nehézséggel kell szembe nézniük, amikor meg kívánják határozni a potenciális kibocsátás pályáját, mint ami a Taylor szabály alkalmazásának egyik feltétele.

2. Globalizáció, pénzügyek, és monetáris politika az USA-ban, az EU-ban, Magyarországon

A globalizációnak nevezett gyors gazdasági nemzetköziesedés a huszadik század 70-es éveiben kezdődött, összhangban az információ termelési kulcs tényezővé válásával. A termelési feltételek oldaláról úgy tekinthetjük ezt az időszakot, hogy míg a megelőző száz-

* Csillik Péter, Ph.D., egyetemi docens, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)
Tarján Tamás, C.Sc., tudományos főmunkatárs, MTA Közgazdaságtudományi Kutatóintézet (Budapest)

ötven évben a kulcs-erőforrás a tőke volt, és a tőkével rendelkezők és nem rendelkezők közötti különbség volt a meghatározó tényező, addig a múlt század második felére – harmadik negyedére – már az információval rendelkezők és nem rendelkezők közötti eltérés vált rendszerformálónak. Míg a tizenkilencedik század végén a tőke/termelés hányadosa úgy volt nagyjából 5-ös értékű, hogy annak döntő része fizikai tőkét takart, és csak kicsiny hányada volt humán tőke, addig ez a fizikai-tőke/humán tőke belső aránya a század folyamán jelentősen (kb. 1:1 arányra) eltolódott, miközben a teljes tőke/termelés aránya nagyjából változatlanul 5 maradt. A század harmincas éveiben Leontieff felhívta arra a figyelmet, hogy az új beruházásokon belül jelentősen megnövekedett a mérő- és ellenőrző műszerek aránya a hagyományos gépi elemekhez képest. Galbraith a hatvanas években az új ipari államban ismertette elgondolását arról, hogy a földszükén alapuló feudalizmust követő tőkeszükén alapuló ipari állam tudásszükén alapuló új ipari állammá alakul át. Attól, hogy az információ termelési kulcstényezővé vált jelentősen megugrott a gazdaságos vállalati mérethatár is. Az információ az általános költség része, emiatt a *költséggörbe minimumpontja jócskán jobbra tolódik*. Napjainkra az óriási vállalat már akkorára duzzadt, hogy a legnagyobb 100 multinacionális vállalat mindegyike felér egy-egy közepes országgal, ha annak GDP-jét egybevetjük az óriásvállalat árbevételeivel.

A második világháború utáni rekonstrukciós pálya Japánban és Európában a hatvanas évek végén, a hetvenes évek elején ért véget, (ekkor drámaian csökkent a GDP- és az ipari termelés növekedési üteme Németországban és Japánban is), a hetvenes évek olajválsága részben erre az ütemmérséklődésére volt reakció. Az 1945–72. közötti szakaszt az európai országok és Japán esetén a növekedésméleti tanulmányokban gyakran úgy elemzik, mint a lezuhant fizikai és hozzá képes magassá vált humántőke közötti megbomlott viszony helyreállításának folyamatát. A 70-es évektől kezdve tért vissza a világ sok országa arra a pályára, ahol már száz éve is trendszerűen haladt. A humántőke és információs termelési tényező térnyerése látszik meg többek között azon, hogy míg 1900-ban a GDP-arányos átlami kiadások csak 5%-ot tettek ki, addig ez 1970 körüli évekre 30–60 %-ot is elértek, országonként jelentős szórással. Az állami túlfutást akarták megállítani az 1970-es évek neokonzervatívjai, ez a törekvésük helyes volt, és részben sikerült is, (bár az állami részarány sehol sem csökkent, de növekedése lelassult vagy megállt).

A gazdaságpolitika (és ezen belül a monetáris politika) fő célja sok országban a háború után eleinte a növekedés gyorsítása volt, majd a hetvenes évektől általánossá vált, hogy a monetáris politika alapvetően az antiinflatórikus pálya elősegítését tűzte ki céljául. Látni fogjuk, hogy az 1970-es 80-as évek tapasztalata alapján az USA monetáris politikája a 80-as évek közepe óta kétcélúvá vált, amelyet a kamatpolitikán át egy szabálykövető politikán keresztül valósít meg.

A hetvenes években, érthetően, az akkor megugrott infláció ellen harcoltak világszerte a jegybankok, de azóta az infláció tüze kialudt, Stiglitz úgy fogalmaz, hogy jelenleg már csak a megszállott inflációs-paranoiában szenvedő IMF tisztségviselők akarják továbbra is az inflációs tüzeket oltani. Stiglitz szerint az IMF világszerte kikényszeríti a tőke-liberalizációt, tekintet nélkül, hogy arra érett-e egy gazdaság vagy sem, és kikényszeríti, hogy magas kamatlábbal védelmezzék az árfolyamokat, kerülve az inflációs rém felbukkanását. Az USA saját magára nézve elutasította ezt a politikát, egyenrangúnak tekintve monetáris célüggyévé az antiinflációt és a gazdasági növekedés fenntartását. Stiglitz az IMF hatásának tartja az Európai Központi Bank oly sokat vitatott politikáját is.

Ismert, hogy az USA és Európa alapintézményei jelentősen eltérnek egymástól, vajon emiatt különbözik-e monetáris politikai felfogásuk jelenleg? Miként hasonlítható az USA és Európa gazdasági és társadalmi berendezkedése a legrövidebben össze? Az összehasonlító gazdaságtan fogalomrendszerében vizsgálva a kérdést két szempont alapján csoportosíthatóak a 20–21. századi fejlett országok. Gazdaságuk piac- vagy bankorientált alapú részvénytársasági vegyes-gazdaságként írható-e le, illetve az állam úgynevezett reziduális vagy univerzális jóléti államként jellemezhető? Ez a tipológiai négy csoportba sorolná a gazdaságokat: az értékpapír piaci alapú gazdaságban reziduális jóléti állam mellett kicsiny pénzt ragadnak el a vállalatfinanszírozó, kockázatvállaló észak-amerikai polgártól, ellenben a kockázatkerülő, megtakarításait inkább bankban tartó, és ugyanakkor a családapák munkahelyét védelmező német – illetőleg a nők és fiatalok esélyegyenlőségét pártoló svéd – polgároknál kevés közvetlen döntés marad a gazdaság fejlesztését érintő ügyekben. Sokan úgy gondolják, hogy az amerikai technológiai dominanciának éppen ezek az intézményi tényezők voltak fenntartói. Vajon ez lenne az alkalmazott monetáris politikák eltérő filozófiájának az alapja az elmúlt másfél évtizedben az amerikai és az európaiak között? Nincs erre bizonyítékunk, nem tudjuk, hogy miért nem követi jelenleg Európa monetáris politikai filozófia szempontjából Amerikát, de tudjuk, hogy milyen ennek a hatása. Ezzel foglalkozunk először.

Megvizsgáljuk a monetáris politika elmúlt fél évszázados gyakorlatának, és elméletének néhány csomópontját.

A monetáris politikának több típusa határozható meg, nézzük röviden:

- a) növekedésserkentő diszkrecionális politikával kísérleteztek az USA-ban és máshol keynesiánus megközelítésben az ötvenes–hatvanas években, ami biztos inflációt eredményezett, bizonytalan többlet növekedés mellett,
- b) nem reagáló monetáris politika, előre bejelenti, hogy mindig azonos ütemben bővíti a pénzmennyiséget és ezen nem változtat (ilyesmi a Friedmann-i konstitucionalista monetáris politika), ez annak reakciójaként született, hogy a
- c) szabálykövető reagáló monetáris politika, ilyen a Taylor – szabály szerint működő amerikai monetáris politika, ami a nominális GDP tervtől eltérő pályája esetén megadott szabály szerint változtatja a refinanszírozási kamatlábat.
- d) inflációcsökkentő diszkrecionális monetáris politika,ilyent ír elő és/vagy tesz lehetővé jelenleg a magyar jegybanktörvény is.

Lássuk ezek előnyeit, hátrányait, valamint a Taylor – szabály alkalmazásának feltételeit:

ad a) A második világháborút követően, főként az 1960-as években a közgazdászok két pártra szakadtak. Egyikük keynesiánus volt, és azt mondta, hogy a gazdaságot segítenie kell az államnak oly módon, hogy jelentős állami megrendeléseket ad, ez megnöveli az összkeresletet, és a nagyobb kereslet pedig több munkaalkalmat jelent. Az antikeynesiánus friedmannisták ennek az ellenkezőjét mondták, szerintük minden beavatkozás felesleges, sőt káros. A mesterséges keresletteremtés mellett a vállalatok csak ellustulnak, nem kell a hatékonyságjavításon törni a fejüket, mivel az állam úgy is mindent felvásárol. Az állam nem adót vet ki a vásárláshoz, hanem pénzt nyomtat, és ez előbb-utóbb nagy inflációhoz fog vezetni, végül a gazdaság rosszabb helyzetbe kerül, mintha az állam nem is avatkozott volna bele a dolgok rendes menetébe. A két vitatkozó fél hosszú idő után megbékélt egymással. A béke úgy hangzik, hogy rövid távon, merev bérek esetén lehet befolyásolni a nemzeti jövedelem szintjét. (A monetaristák persze ehhez hozzátesszik, hogy lehet, de minek, amikor

hosszabb távon a beavatkozás jó esetben hatástalan, míg rosszabb esetben hátrányosabb helyzetbe hozzuk gazdaságunkat, mintha semmit sem tennénk.)

ad b) A második világháború végétől a hetvenes évek közepéig keynesiánus gazdaságpolitika uralkodott világszerte, ezt a hetvenes évek második felétől a friedmanniánus–hayekista gazdaságpolitika követte, aminek alapüzenete volt, hogy az állam lehetőség szerint minél kevesebbet avatkozzon a gazdaság dolgaiba, ahol lehet, onnét vonuljon vissza. (Ekkoriban privatizálják a korábban közszolgáltatást nyújtó állami üzemeket, eladják a vasutakat, vízi közműveket, elektromos energiái szolgáltatást. A közszolgáltatást államilag jól szabályozott magánvállalkozások, természetes monopóliumok biztosítják, akikre egyetemes szolgáltatási kötelezettséget rónak, arra kötelezik, hogy költségalapú árakat alkalmazzanak, illetve, hogy más szolgáltatókat is beengedjenek a saját eszközeik használatába.) Egy szélsőséges friedmanniánus gondolatmenből következhet az is: aki elfogadja, hogy állandó ütemben kell növelni a pénzállományt, az egyúttal a pénz rövidtávú semlegességét is elfogadja, de a gyakorlatban azért ezzel nem nagyon kísérletezett senki. A friedmanni válasz másfelől a hayeki konstitutív közgazdaságtan részének tekinthető. A friedmanni válasz számunkra elsődlegesen abból az szempontból érdekes, hogy míg előtte szabálymentesen avatkoztak bele a dolgokba, addig azt követően a helyes szabály megtalálása lett a kutatás tárgya.

ad c) Valódi előrelépésnek gondoljuk azt a kiszámítható aktív monetáris politikát, ami Mankiw szerint két évtizede tarol a FED-nél. Mankiw az NBER monetary economics programjában lévő kutatásokat oly módon összegzi, hogy „optimal policy should obey the Taylor principle”, vagyis olyan kiszámítható szabály kell, ami úgy „csatol vissza a gazdaság állapotától a gazdaságpolitika felé, hogy a visszacsatolás része magának a szabálynak” (Hall–Taylor 561. o.). Máshol a Hall–Taylor páros (18. fejezet) így fogalmaznak. „A makrogazdasági politikákat egyszeri és exogén eszközhasználat helyett tekintsük feltételes terveknek, policy rule-nak, gazdaságpolitikai szabálynak; ahhoz, hogy a gazdaságpolitikai szabály jól működjön, a gazdaságpolitikusként el kell köteleznie magát az adott szabály mellett; bár a gazdaság alapvetően stabil, de a merevségek miatt a normális pályára való visszatérés lassú lehet; a makrogazdasági politika célja, hogy csökkentse a kibocsátásnak, a foglalkoztatásnak és az inflációnak egy sokkhatást követő, a normálistól való eltéréseinek méreteit, vagy az eltérések időtartamát. Társadalmi jóléti függvény kell, hogy a célváltozó aktuális és kívánt értékének különbségét leírjuk. Teljes foglalkoztatottság és árstabilitás legjobb kombinációját kell elérni, az inflációs veszteség a nulla inflációtól való eltérés négyzete, a munkanélküliségi veszteség a természetes rátától való eltérés négyzete. Ha csak keresleti sokk ér, akkor az monetáris és fiskális politikával megszüntethető mind az inflációs, mind a munkanélküli veszteség. Ha ársokk ér, akkor olyan politikát célszerű alkalmazni, ami az inflációt minden évben annak k -ad részével csökkenti. Ha a nominális GNP-t állandó növekedési pályán tartjuk, akkor mindkét sokkot kezelni tudjuk.

Mankiw könyvében úgy fogalmaz, ha úgy kell szabályoznunk a kamatlábat, hogy az árak stabilak maradjanak, és elkerüljük a kibocsátás és a foglalkoztatás nagyméretű ingadozását, hogyan tennénk? A FED megállapítja a kívánatos refinanszírozási kamatlábat, kötvénykereskedői nyílt piaci műveletekkel teljesítik a kitűzött célt. Ha az infláció nő, akkor a kamatlábat emelni kell, mivel ez – kisebb pénzkínálatot, alacsonyabb beruházást és kibocsátást, magasabb munkanélküliséget okozva – alacsonyabb inflációhoz vezet. Ha a reál GDP csökken, akkor alacsonyabb kamatlábbal nagyobb kibocsátás érhető el. Taylor szabálya: nominális refinanszírozási kamatláb $(i) = \text{infláció} + 2,0 + 0,5 * (\text{infláció} - 2,0) - 0,5 * (\text{GDP-rés}),$

(A GDP rés, akkor pozitív, ha a tényleges GDP elmarad a potenciálístól.) „Taylor szabálya nemcsak egyszerű és érthető, de emlékeztet a Fed elmúlt (1987–95) években folytatott politikájára. Lehetséges, hogy Greenspan éppen Taylor szabályát követik” (Mankiw 1999).

Kitérő: Kell-e a pénz fogalma a pénzelmélethez?

Nem világos a kamatláb és a megtakarítás kapcsolata. Mi történik kamatemeléskor? És mi történik a részvényárfolyamok emelkedésekor? Ez utóbbit az elmúlt harminc évből jól ismert, ha nő a Dow Jones, akkor csökken a háztartások megtakarítási rátája, mivel a vagyon/jövedelem szint kisebb megtakarítási ráta mellett is a kívánt szinten teljesül. Ha a pénz hasonlít a részvényhez (most pénz alatt betétet értek), akkor a kamatnövekedés mellett csökken a pénzkereslet. Ha a tobini pénzdefiniót veszem, vagyis a pénz olyan értékőrző, aminek nominális hozamát az állam zérusban állapítja meg, akkor kamatemelkedés mellett ismét csökken a pénzkereslet, mivel más értékőrzőket racionálisabb tartani. Más megfontolás viszont azt sugallja, hogy olyan gazdaságban, ahol a lakosság inkább a bankokkal, semmint az értékpapírpiacon van kapcsolatban, ott várhatóan a nagyobb kamatláb a nagyobb betétképződést indítja meg, azaz a kamatláb hatására nem csökken, hanem nő a pénzkereslet. A baj az a pénzzel, hogy képtelenség olyan pénz fogalmat fellelni, ami a modell különböző részein hasonló tulajdonságokkal bír. A 90-es évek elején a FED szakértői belátták, hogy a pénz definiálhatatlan, alkotóelemei teljesen eltérően mozognak, nem lehet a pénzt és a kvázi-pénzt megkülönböztetni, stb..., így a monetáris politika nem alapozhatja tevékenységét a pénzmennyiség meghatározására. Röviden: a gazdaságnak a sokkok eredményes leküzdéséhez megfelelő kamatlábra van szüksége, ami olyan államadósság-leveleket is feltételez, amelyek között szerepel a zérus nominálkamatú készpénz is. De a Taylor-szabály elmondható anélkül is, hogy a pénzmennyiség egyáltalán szóba kerülne. Ez így hangzana: „A reálkamatláb alakuljon a várt és a tényleges nominál- GDP eltérésének, rögzített paraméterű függvényében.”

Sarkosan fogalmazva, mi következik ebből a rövid és hosszútávú modellekre?

- Hosszútávú modellben nincsen pénz, (illetve a pénz szupersemmleges, ami azt jelenti, hogy ott csak bosszantási célból lehetne eltérni a pénztömeg növekedési ütemének a jövedelem nominálpályájától), hosszú távon a rugalmas árak világában alakuló hozam van, és azok diszkontált értéke, amelyre szóló tulajdonjogot részvénynek nevezünk.
- Rövid távon ragadós árak, bérek és sokkok vannak, amelyeket a jegybank a kamaton keresztül közömbösít, azért, hogy a hozamsorozat maximális legyen. Az árak és bérek ragadóssága az információs és a tranzakciós költségek tana által válik magyarázhatóvá, sokba kerül tájékozódni, és a megszerzett tudást átültetni (megtudni mi a helyes bér, majd letárgyalni a másik féllel igen költséges). A pénz a tranzakciós költségek létéből következő eszköz, ezen költségeket csökkenti. A tranzakciós költségeket csökkentő eszközök egyike a tranzakciós pénzeszköz.

Röviden, monetáris politika csak rövidtávon értelmezhető, kulcseleme a kamatláb, míg a pénz fogalmának felhasználása ebben inkább félrevezető, mint segítő tényező.

Természetesen célszerű ebből következően még egy lehetőséget végiggondolni. Ha a reálkamatláb és reáljövedelem koordináta-rendszerében kifeszített IS–LM modellből kihajóztuk az LM görbét, akkor a reálkamatláb és jövedelem kapcsolatát leíró modell meghatározatlanná válik. Barronak van egy vitatott elgondolása, amit ez esetben jól lehet hasz-

nálni. Barro úgy gondolja, hogy növekvő reálkamatláb mellett megéri többet dolgozni (például, ha egy aktív háztartás az ingatlanterheket nyögi, akkor csak az esetben képes kamat-emelkedés mellett fenntartani folyó fogyasztását, ha ilyenkor többet dolgozik, míg csökkenő kamatok mellett többet pihenhet.) Az így módosított IS–LM modellben a negatív dőlésű IS görbe és a pozitív hajlású LL munkakínálati görbe határozza meg adott kamatláb esetén azt a túlkínálatot (túlkeresletet), amit exporttöbblet (importtöbblet) egyensúlyoz ki.

ad d) Mit csinál 2002–2004-ben a magyar jegybank? Idézek az új jegybanktörvényről készült 2001. július 12-i MNB sajtóközleményből. „A törvény kimondja, hogy az MNB elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, a rendelkezésére álló monetáris politikai eszközökkel támogatja a kormány gazdaságpolitikáját. A jegybank egyéb tevékenységet csak elsődleges célja és alapvető feladatai teljesítésének veszélyeztetése nélkül folytathat.”

A kijelentésből az tűnik ki, hogy az MNB nem tartja fontosnak az esetleges GDP-rés megszüntetését, a továbbiakból kiderül az is, hogy a politika diszkrecionális, azaz kiszámíthatatlan. Ha a Taylor szabályt úgy tekintjük, mint a keynesiánus és a friedmannista monetáris politika pozitív ötvözetét, akkor a magyar monetáris politika a negatív ötvözet. Lásuk, miért? A keynesiánus monetáris politika a GDP-rés kiküszöbölését tartotta szem előtt, míg a friedmanni elgondolás a maga konstitucionalista megközelítésében a lehető legkiszámíthatóbb módon kívánta az antiinflációs célokat megvalósítani. A Taylor szabály ötvözte a kiszámíthatóságot, az antiinflációs és a GDP-rés leküzdését szolgáló politikákat. Az MNB politika érzékenyen a GDP-résre, és semmilyen szabály mellett el nem kötelezi magát. Annyira nem, hogy a Monetáris Tanács ülése előtt az újságírók elemzői szondázást végeznek, hogy vajon mit fognak dönteni. A döntés belső logikája időnként kiismerhetetlen; van, hogy kamatcsökkentésre számítanak, de az MNB nem csökkent (esetleg emel), vagy bizonytalan paramétereket vesz tekintetbe, hol rövid-, hol hosszútávra koncentrál, hol a lezajlott folyamatokat, hol a várakozásokat hangsúlyozza. *A magyar monetáris politikát ez idő szerint a leghelyesebb lenne talán anti-tayloristának tekinteni, mivel nem szabálykövető, hanem diszkrecionális, valamint célfüggvényéből száműzte az infláció mérséklésén túli elemeket.*

3. A Taylor szabály alkalmazásainak feltételei, avagy honnét lehet tudni, hogy milyen az aktuális GDP rész?

Az egyetlen ország, ahol nem okoz különösebb gondot a potenciális GDP meghatározása, az USA. Az USA egy főre jutó GDP-je ugyanis több mint 120 éve egyenletesen évi 1,8 %-kal nő, így itt a logaritmikus beosztású diagrammon az USA potenciális GDP-je egy egyenes képét mutatja, és a feladat csak annak megvizsgálása, hogy aktuálisan milyen messzi van a GDP az egyenes által jelképezett potenciális GDP-től? Mi a helyzet azonban a többi ország növekedési pályájával?

A növekedésmélelet közel 50 éves története során lenyűgöző méretű cikktömeget produkált, ha csak az Internet Google keresőjével nézzük ezen cikkek számát, akkor 5 millió hivatkozást kapunk, míg a NBER esetén közel 5000 cikket találunk. Egyben azonban azonosak a cikkek, az elméletileg feltárt képletek szinte mindig rossz vagy legalábbis nem elég jó illeszkedést adtak a tényekhez, ami a hosszú idősorokat jelenti. Jelen cikkünk ezzel szemben elég egyszerű feltételezések mellett olyan növekedési pálya leírására ad lehetőséget, ami megvilágítja mind Japán S alakú konvergenciáját az USA-hoz 1870–1995 között, mind az

UK lefelé való zárkózását ugyanezen idő alatt, illetve más országok mozgását, valamint lehetővé teszi az országok későbbi pályáinak előrebecslését is.

A modell felhasználja a fejlettségnek termékszámmal való közelítését, kisebb módosítással Jones (2004) idea elméletét, a növekedést szabályozó intézmények elméletét, a fizikai és humántőke elméletét. Ezen modellelemből konstruált termelési függvényt oly módon igyekszünk mozgásba hozni, hogy a szereplőktől elvárjuk, hogy naiv várakozás mellett maximalizálják fogyasztásuk végtelenbe vett nettó jelenértékét, és ennek megfelelően halmozzák fel a szükséges tőkemennyiséget. A fejezet első része a termelési függvény felállítását, a második rész a növekedési ütem meghatározását, a harmadik rész a tényekkel való kapcsolatot tartalmazza.

3.1. A termelési függvény felállítása

A növekedéseméleti irodalom általában az egy főre jutó GDP (y) növekedésének három forrását tárgyalja, ezek a fizikai + humán tőkeállomány (k), a versenyintenzitásért felelős intézmények (ω), rendelkezésre álló tudástömeg (A). Ha ezeket a tényezőket megfelelőképp szerepeltetjük, akkor várhatóan az országok nagyon hosszú távú növekedése jól közelíthető. Nézzük ezeket a tényezőket!

A versenyintenzitásért felelős intézmények az egyéneket arra ösztönzik, hogy több vagy kevesebb, jobb vagy rosszabb munkát végezzenek, és jövedelmükből többet vagy kevesebbet halmozzanak fel. Amennyiben mód van arra, hogy életszínvonala a végzett munka mennyiségétől és minőségétől függően javuljon, akkor valószínűsíthetően innovatívan és sokat dolgozik, illetve fizikai és humántőkét felhalmoz az egyén. Amennyiben azonban jogbizonytalanság van, javait elrabolhatják, vagy rendkívül magas és kiszámíthatatlan adókulcsokkal elvonják tőle, a szerződések nem kényszeríthetők ki, találmányait ellophatják, tulajdonától megfoszthatják, ha járadékvadászattal jobban élhet, mint termelési erőfeszítéssel, akkor kevesebbet és nem innovatívan fog dolgozni, valamint nem halmoz fel fizikai és humán tőkét. A versenyintenzitásért felelős intézmények fogalma közel esik Jones és Hall által alkalmazott szociális infrastruktúra fogalmához, Kornai (1986) puha és kemény költségvetési korlátjának fogalmához, vagy Mancur Olson a társadalom koalíciós sűrűségének fogalmához. Jelöljük az általános versenyintenzitás fogalmát ω -val, $0 < \omega \leq 1$, ahol 1 a maximális versenyintenzitás. A verseny kikényszeríti, hogy minél több találmánnyal rendelkezzen a termelő, mivel maximális versenyintenzitás lehetetlenné teszi, hogy a termelésen kívül találjon jövedelmet. Modellünkben a maximális versenyintenzitás mellett létrejövő termék innováció egyúttal jórészt feleslegessé teszi másoknak, hogy maguk is termék innovációval foglalkozzanak, inkább csak adaptációval javítják termelési hatékonyságukat. Az USA-t tekintjük modellünkben olyan országnak, ahol maximális a versenyintenzitás, és az USA a technológiai vezető, míg mások a követők. A követőket versenyintenzitás szerint konvergencia-klubokba sorolhatjuk, feltételezésünk szerint 16 később ismertetendő OECD ország versenyintenzitása 0,85 körüli, míg a latin-amerikai országoké 0,33 körüli.

A fizikai + humántőke fogalmát egységesen tőkeként kezeljük, általában nem érdekel belső megoszlásuk. Feltételezzük, hogy a tőke/termelés hányados állandó értéket vesz fel, de nem foglalkozunk azzal, hogy milyen a belső megoszlás. Gazdaságtörténeti számítások azt mutatják, hogy a 19. század végén magas volt a fizikai tőke/termelés aránya, ami a második világháború után radikálisan, mintegy a felére lecsökkent, míg a 19. század végén elég alacsony volt a humántőke/termelés aránya, ami viszont azóta jelentősen megugrott. A humántőkét általában az oktatási és egészségügyi paraméterekkel szokták leírni, és finan-

szírozási szükséglete részben magyarázza az állami kiadások 20. századi gyors emelkedését. Modellünkben jó közelítéssel állandó tőke/termelés hányadossal dolgozunk, és úgy tekintjük, hogy a felhalmozás csak egyéni döntéseken keresztül valósult meg.

A tudástőmeg. Fentebb szó volt arról, hogy a vezető ország termék-innovációja a követő országban adaptációs innovációt indukál. Növekedési modellünk hasonló logikát követ, mint Aghion (akinek modelljében N a termékek száma egyenes arányban áll az ország fejlettségével) és Jones modelljei, de nem elhanyagolható a különbség sem. Jones szerint, ha egy eszme létrejött, akkor azt mindenki használhatja, nem szükséges további fejlesztés hozzá. Ez véleményünk szerint nem ennyire egyszerű, mivel egy termékírást két részből áll: az első rész leírja, hogy milyen a termék, a második rész pedig azt, hogy adott tőke/munka arány mellett miként lehet gazdaságosan gyártani. Mivel ez utóbbi országonként, régióként eltérő, így a terméknek annyi változata szükséges, ahány helyen gyártják. Ezért a termék-eszme hatása a termelésre $A_j E^{1-\alpha}$, ahol E tartalmazza nemcsak a terméket, hanem az adott ország számára releváns összes know-how változatát is a termékeknek.

Meg kívánjuk határozni, hogy a termékekben szereplő tudás értéke mennyi abban az esetben, ha mindenki átveheti az eredeti feltaláló és a közbenső termékfejlesztők tudását. Legyen az eredeti feltaláló az USA, míg az összes többi közbenső termékfejlesztő és adaptáló. Mivel más és más jövedelmi szinten más és más tőke/munka arány mellett lehet hatékonyan gyártani a terméket, így a követők esetén a termékfejlesztés általában azt jelenti, hogy saját know-how-t fejleszt ki. Az eddigiek röviden azt a feltételezést fogalmazzák meg, hogy mivel az USA versenyintenzitása a legnagyobb, (itt a legkeményebb a költségvetési korlát), így ez az ország a technológiai vezető, és minden termék elsődleges feltalálása innét származik, míg mindenütt máshol, a követő országokban a tőkefelszereltség függvényében fejlesztik ki a megfelelő know-how-t. (Nem mondtuk azt, hogy mindig a technikai vezető a leggazdagabb ország, csak azt, hogy itt a legnagyobb a versenyintenzitás.)

Ismert az endogén növekedésméletek modelljéből (Barro R. J. – Sala-i-Martin, X. 1995), hogy minél gazdagabb egy ország, arányosan annál több terméket gyárt. Ebből következően a szegényebb országban nem mindegyik terméket veszik át gyártásra, hanem csak kiválasztanak néhányat az USA termékpalettájáról, és annak know-howját fejlesztik ki. Az USA-nál gazdagabb ország viszont az USA által kifejlesztett terméket több változatban is gyártja, mint az eredeti fejlesztő, és ugyanakkor meg kell találnia a megfelelő know-howt is. Tegyük fel továbbá, hogy a bér (és így a fejlesztő mérnökök bére is) arányos az ország USA-hoz viszonyított, relatív fejlettségével $M \equiv y/e^x$, ahol x az USA hosszútávú növekedési üteme. Határozzuk meg, hogy milyen értékű termékekben rejlő tudás áll rendelkezésére az egyes országoknak. Mivel a termékszám arányos a fejlettséggel, és a bér is az, így minden ország M^2 -tel arányos értékű mérnöktudást helyez a know-how kifejlesztésébe.

Nézzük meg most az egyes országok rendelkezésére álló összes tudást, ami tehát *két részből* áll, az USA eredeti termékfejlesztéséből, ennek értéke 1-gyel arányos, miközben az amerikai know-how használhatatlan, mivel a magas amerikai versenyintenzitás miatt az közvetlenül nem alkalmazható senki számára sem. Ezzel szemben valamilyen mértékben mindegyik ország használhatja a közte és az USA között lévő, azonos versenyintenzitással bíró országok gyáraiban kifejlesztett know-how-kat, gyarapítva ezzel saját tudásmennyiségüket. Összeadjuk tehát ezen know-how-k értékét, ami éppen $1-M^2$ lesz. A követő országok esetén tehát a teljes termék+know-how-k értéke $1+(1-M^2) = 2-M^2$ lesz.

Ha a vezető országban $M_0=1$, akkor az ország N termékének know-how eszmetömege N , az M_i fejlettségen álló ország $N - \nu$ darab termékének know-how eszmetömege

$N \cdot 1 + (N-v) \cdot M_j$, a j -edik szinten lévő ország esetén arányosságot tételezve $N - jv$ és M_j között, ami azt jelenti, hogy $M_j = (N - jv)/N = 1 - jv/N$ az M_j fejlettségen álló ország $N - jv$ darab termékének know-how eszméértéke $\sum_{j=0}^{N/v} (N - jv)^2 / N \cdot \sum_{j=0}^{N/v} (N - jv)^2 / N = (v^2/N) \sum_{j=0}^{N/v} (N/v - j)^2 = (v^2/N) \sum_{j=N/v-i}^{N/v} j^2 = (-$ mivel a négyzetes sor összegképlete:

$$\begin{aligned} \sum_{j=0}^{N/v} j^2 &= j(j+0,5)(j+1)/3, \text{ így } - \\ &= (v^2/N)[(N/v)(N/v+0,5)(N/v+1) - (N/v-i-1)(N/v-i-0,5)(N/v-i)]/3 = \\ &= (N^2/v) \{ (1+0,5v/N)(1+v/N) - (1-iv/N-v/N)(1-iv/N-0,5v/N)(1-iv/N) \} / 3 = \\ &= (N^2/v) \{ (1+0,5v/N)(1+v/N) - (M_i - v/N)(M_i - 0,5v/N)M_i \} / 3 - \\ &= (N^2/v)(1-M_i^2)/3, \text{ ha } v/N \rightarrow 0 \end{aligned}$$

Így az M szinten álló ország rendelkezésére álló termékeszme-tömeg éppen $1-M^2$ -bel arányos.

Két elem maradt még hátra, az egyik az versenyintenzitás behelyezése a modellbe, a másik annak meghatározása, hogy milyen szorzót kell alkalmazni a tudásállomány vonatkozásában.

- A kérdés voltaképp az, hogy a követő országok teljes mértékben felzárkózhatnak-e a vezető országhoz alacsonyabb versenyintenzitás mellett is vagy sem? Tekintsük úgy a versenyintenzitást, mint ami nem teszi lehetővé, hogy a követő ország teljes mértékben élvezze azt az előnyt, ami elmaradottságából származik. Ha ez lineárisan arányos az ország versenyintenzitásával, akkor ez éppen $2 - (M/\omega)^3$ -bel arányos tudásállomány növekedést eredményez a követő országokra nézve.
- A szorzó meghatározásánál a kiindulópont az USA termelékenységnövekedése, steady state állapotban, amikor a növekedést már csak a tudásgyarapodás szabályozza. Mivel az USA munkatermelékenysége 150 éven át éppen α -szel haladt, ebből következően α -szel kell a tudásállományt is szorozni országonként.

Most már összegezhethetjük az eddigieket és megkísérélhetjük felírni azt a termelési függvényt, amelynek pályáját vizsgáljuk a későbbiekben.

$$y = A_e E^{1-\alpha} k^\alpha, \text{ ahol } \gamma E(t) \equiv (dE/dt)/E(t) = \alpha [2 - (M/\omega)^3]$$

A modellben meghatározandó α értéke, ami a növekedésméletben nem problémamentes. A korai növekedésméletben a tőke csak a fizikai tőkejavakat jelentette és GDP helyett gyakran NNP-t számítottak, és így α értéke nagyjából 0,16–0,25 körüli érték volt. A későbbiekben a tőkét kibővített értelemben használták, mint a fizikai és humántőke együttesét (Barro – Sala-i-Martin 1995) és α értéke 0,75 körüli értéket érte el. Az AK modellben azután α már egységnyi volt. A magunk modelljében stilizált ténynek tekintettük, hogy k/y állandó értéket mutatott, ami a fenti modellben azt jelentette, hogy α -fát igen közel kellett vinni 1-hez. Az igen közel azt jelentette, hogy α tart 1-hez, a b) fejezetben ezzel számolunk.

3.2. A növekedési pálya meghatározása naiv várakozás esetén

Legyen egy adott másik ország GDP-jére felírható termelési függvény Cobb-Douglas típusú, azaz

$$(0) \quad Y = A_e K^\alpha (LE)^{1-\alpha} \text{ alakú,}$$

ahol K az ország tőkéje, egy alkalmas ($a < 1$) kitevővel; míg L az állandónak tekintett munkaerő egy E (a munkaerő oldalon számításba vett) hatékonysági együtthatóval, az $(1-a)$ kitevőn. Mindkét oldalt az L munkaerővel leosztva kapjuk az y , egy főre eső GDP-re és k , egy főre eső tőkére vonatkozó

$$(1) \quad y = A_e E^{1-a} k^a \text{ egyenletet.}$$

Haladjon az ország y , egy főre eső GDP-je valamely tetszőlegesen kiválasztott $T \geq 0$ időponttól kezdve – a döntéshozó ún. naiv várakozásának megfelelően – egy állandó γ növekedési ütemmel (logaritmus léptékben mérve, egy γ meredekségű egyenesen).

$$(2) \quad y_T(t) \equiv y(T) e^{\gamma(t-T)}$$

Ezenfelül azt is feltesszük, hogy a jövőre vonatkozó (naiv várakozásának) számításában, minden jövőbeli $t \geq T$ időpontra, csak a T -ben tapasztalható $E(T)$ hatékonysági együttható értékét kívánja/tudja számításba venni.

Fejezzük ki a fenti két egyenletből k -t, majd írjuk fel az egy főre eső fogyasztás pályáját is

$$(3) \quad k_T(t) \equiv [y_T(t) / (A_e E(T)^{1-a})]^{1/a}$$

$$(4) \quad c = y - \delta k - k^o$$

Az (3) tőkepályát idő szerint deriválva kapjuk, hogy

$$(5) \quad k_T^o(t) = k_T(t) \gamma / a$$

A (4) fogyasztási pálya ekkor a

$$(6) \quad c_T(t) \equiv y_T(t) - k_T(t) [\delta + \gamma/a] \quad \text{alakú.}$$

Határozzuk meg ezután az így kapott fogyasztási pálya T -beli jelenértékét, amelyet egy alkalmas $\rho > 0$ diszkontrátával számítunk, azaz a T -től végtelenig vett C_T integrált:

$$(7) \quad C_T \equiv \int_T c_T(\tau) e^{-\rho(\tau-T)} d\tau = -y(T)/(\gamma-\rho) + k_T(T) [1+a(\delta+\rho)/(\gamma-a\rho)] = \max_y$$

A C_T fogyasztás maximumát keressük, a γ növekedési ütemtől függően. Deriváljuk C_T -t γ szerint, majd ezt nullával egyenlővé téve kapjuk a maximumhely egyenletét.

$$(8) \quad C_T' \equiv dC_T/d\gamma = y(T)/(\gamma-\rho)^2 - [y(T)/(A_e E(T)^{1-a})]^{1/a} a(\delta+\rho)/(\gamma-a\rho)^2 = 0$$

Átrendezéssel és feltéve, hogy a γ növekedését minden $t \geq 0$ időpontban, a fogyasztására vonatkozó fenti – ún. naiv várakozást maximáló – elv alapján választja.

$$(9) \quad y(t)/E(t) = \{[(y(t)-a\rho)/(y(t)-\rho)]^{2a} A(y(0))/[a(\delta+\rho)]^a\}^{1/1-a}$$

ami a $\gamma(t) \equiv y'(t)/y(t)$ szokásos jelölés miatt egy numerikusan könnyen megoldható differenciálegyenletet szab meg az $y(t)$ pályára. Bevezetve az alábbi (10) jelölést, a fenti (9) könnyen a (11) alakra rendezhető

$$(10) \quad \varepsilon_a(y(0)) \equiv \{A(y(0))/[a(\delta+\rho)]^a\}^{1/1-a}$$

$$(11) \quad \gamma_a(t) \equiv \rho + (1-a)\rho / \{[y(t)/[\varepsilon_a(y(0)) E(t)]]^{(1-a)/(2a)} - 1\}$$

Ha feltesszük, hogy létezik $\exists \lim \varepsilon_a(y(0)) \equiv \varepsilon(y(0))$, midőn $a \rightarrow 1$ és mivel tudjuk, hogy

$$(12) \quad \lim (\gamma_a^{(1-a)/(2a)} - 1)/(1-a) = (\ln w)/2, \text{ ha } \lim w_a = w, \text{ miközben } a \rightarrow 1.$$

Megkaptuk a kibocsátás ún. limes differenciálegyenletét:

$$(13) \quad \gamma(t) \equiv \lim \gamma_a(t) = \rho + 2\rho / \{\ln[y(t)/E(t)] - \ln \varepsilon(y(0))\}, \text{ amikor } a \rightarrow 1.$$

Ha bevezetjük az USA-hoz viszonyított $M(t) \equiv y(t)/e^{xt}$ mennyiséget és az $M_a \equiv y(0)$ jelölést, akkor

$$(14) \quad A(y(0)) = A(M_a) \equiv [\alpha(\delta+\rho)]^a e^{(1-a)M_a[2\rho/(\rho-x) + \ln w]} \Rightarrow \varepsilon(y(0)) = e^{M_a[2\rho/(\rho-x) + \ln w]}$$

Ekkor a (13) limes-egyenlet a következő alakot kapja:

$$(15) \quad \gamma(t) = \rho + 2\rho / \{xt + \ln[M(t)/E(t)] - M_a[2\rho/(\rho-x) + \ln w]\}$$

A központi eredmény – vagyis a növekedési ütem képlete – a (15)-ben található, leegyszerűsítve, és behelyettesítve $\rho=0,12$; $\alpha=0,0185$ és $\omega=0,85$ értékeit, amelyeket a következő fejezetben fejtünk ki, azt nyerjük, hogy diszkrét esetben

$$\gamma_t = 0,12 \{1 + 2/(\ln(M_t)/(0,0185 \sum_{i=0}^{t-1} [1 - (M_i/0,85)^3] - 2,2 M_0))\}$$

Ha a tart az 1-hez nyerjük, hogy

- a tőke/termelés hányados ((1)-ből) képlete: $k/y \approx 1/(\delta + \rho)$
- a megtakarítási ráta ((4)-ből) képlete: $s = 1 - c/y \approx (\delta + \gamma)/(\delta + \rho)$

3.3. A modell előrejelzése és a Maddison adatok alakulása 1870–2000 között

Ebben a fejezetben röviden bemutatjuk Japán, Franciaország, UK 125 éves tényleges és a modellel számított pályáját. Tanulmányunk voltaképp egy kérdés megválaszolására válik, milyen termelési függvény írja le a „gazdagok” konvergencia-klubjába tartozó országok növekedési pályáját 1870–2000 között, beleértve a második világháború utáni két és fél évtized rekonstrukciós pályáját is.

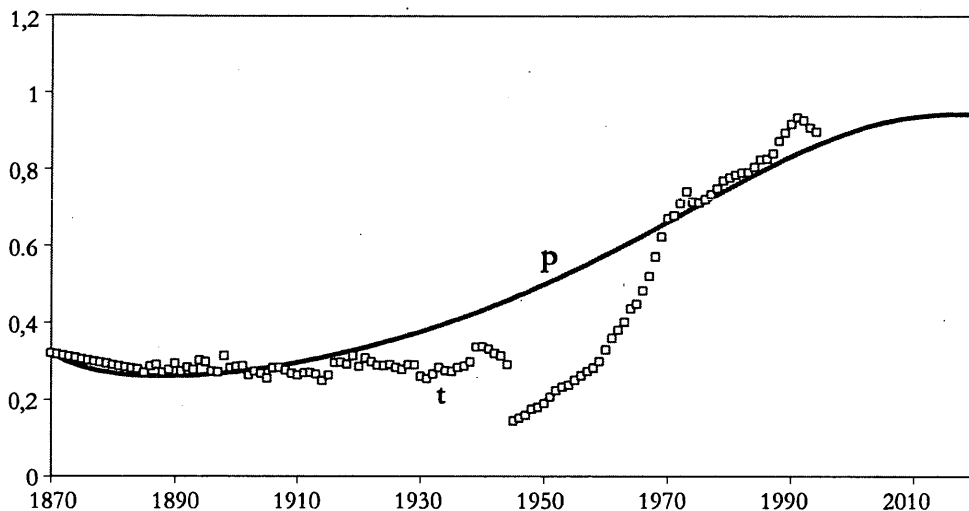
- Az időpont megválasztása részben a konvenció által kötött, 1870-es kezdőponttal vizsgálták a kérdést eddig is a tanulmányok, és erre jó okuk van. Lezajlott az amerikai polgárháború, Európában a frissen egyesített Németország vereséget mért Franciaországra, a Meiji-restauráció felszámolja a feudalizmust Japánban. Ettől az időponttól válik vezető technológiai hatalommá az USA, és a mai napig megőrizte ezt a szerepét. Maddison idősorai sok ország esetén éppen 1870-től készültek éves bontásban.
- A tanulmányban 16 „gazdag” országot vizsgálunk, ezek között egyes országok egy főre jutó GDP-je 1870-ben magasabb volt, mint az USA-é (UK, Ausztrália, Új-Zéland, Hollandia, Belgium) mások indulóértéke közel esett a konvergencia-értékhez (Németország, Ausztria, Franciaország, Svájc, Kanada), ismét mások nagyobb utat tettek meg induló helyzetüktől napjainkig (Japán, Olaszország, Finnország, Norvégia, Dánia, Svédország.) Jelöljük M -mel egy adott ország egy főre jutó GDP-jének arányát az USA-hoz képest, így $t=0$ -ban az első alcsoportban $M_0 > 1$, a másodikban $M_0 = \omega$, a harmadik-ban $M_0 < \omega$ volt a helyzet. A fenti országok közül jó néhány (Japán, Németország, Olaszország, Franciaország, Ausztria, Hollandia, Belgium) 1945 után rekonstrukciós pályára kényszerült, másokat (Kanada, Ausztrália, Új-Zéland, Svájc, stb.) elkerült a háború végi összeomlás.
- Technikai vezető országnak az USA-t tekintjük, de nem elemezzük sem azt, hogy miért került ebbe a helyzetbe, sem azt, hogy miként képes közel másfél évszázada megőrizni ezt a helyét. Az USA-val kapcsolatosan egyetlen dolgot rögzítünk, 1870 óta – kevés időszakos kilengéssel – átlagosan évi $\alpha = 0,0185$ -tel növekszik az egy főre jutó GDP-je.
- A modellel szembeni elvárás, hogy megfeleljen a stilizált tényeknek. Stilizált tény sokféle lehet, néhányat felsorolunk: a) Az USA egy főre jutó fejlettségének adott százalékra konvergáló országok növekedésére három szakasz jellemző: az első hatvan évben a növekedési ütem mérsékelte, a következő negyven évben az ütem felgyorsul, majd ismét lelassul, közel az USA ütemével válik azonossá. (Lassú–gyors–lassú a konvergáló gazdagok pályája.) b) Az egy főre jutó GDP, és az egy főre jutó tőke mindvégig növekszik, a tőke/termelés hányados az időszak során keveset változik, ha a tőkét a fizikai és humántőke együtteseként definiáljuk. A tőke/termelés hányados mindegyik ország esetében mindvégig 5 körüli értéken van, kisebb eltérésekkel. Modellünk kulcsparaméterei $a, A_0, \delta, \rho, \omega, E$, ezek meghatározását kell elvégeznünk.

Az *a* paraméter a tőke kitevője, ez a hagyományos, fizikai tőkeállománnyal dolgozó modellekben $1/6$, illetve $1/3$ volt, aszerint, hogy a nettó nemzeti terméket, vagy a GDP-t kívánták becsülni. A humántőkét is tartalmazó modellek esetén *a* értéke magasabb, $3/4$ vagy 1 , ez utóbbi már az *AK* modellben használt paraméter. Modellünkben hangsúlyos elem a humán- és a fizikai tőke is, amelyet úgy tekintünk, mint a tudás tartályait, de a tartályt csak a megszerzett tudással lehet feltölteni. Modellünkben *a* elég közel kerül 1 -hez, de annál kisebb szám. Ahogy távolodunk 1 -től, úgy ingadozik az időben egyre nagyobb kilengésekkel a tőke/termelés arány. Modellünkben *a* határátmenettel éppen 1 -hez tart. Az A_0 paraméter az induló technológiai szint, ami, ha *a* közel esik 1 -hez, egyúttal az induló termelés/tőke arány közelében is van. Kiválasztásánál azt használtuk fel, hogy a fizikai tőke/termelés arányt 2 – 3 közötti értékre becsülik a 20. század végére, és általában úgy tartják, hogy a humántőke/fizikai tőke aránya nagyjából $1 : 1$ volt ekkor. Mindebből $A_0 = 0,2$ körüli érték adódott minden gazdaságra. A szegényebb országok egy kicsivel kisebb A_0 -al indultak, mint a gazdagok, mivel a vásárolt technológia a vezető ország áraihoz igazodott, míg a termelékenység eleinte csekély volt. Időben stabilnak tekintettük y/k pályáját, nem így a belső összetételét. Becslések szerint, 1870 körül magas volt a fizikai tőke/termelés aránya (talán 4 – $4,5$ lehetett), míg elég alacsony a humántőke/termelés aránya. A 20. században az implicit adórata folyamatosan növekedett, többek között a humántőke felhalmozását elősegítendő.

A δ értékcsökkenési paraméter becslése nem egyszerű feladat, a különböző tőkejavak (föld, épületek, gépek, egészség, tudás) átlagos értékcsökkenésének meghatározása. Modellünkben $\delta = 0,08$ -as értéket alkalmaztunk. A ρ diszkontlábi meghatározása A_0 és δ ismeretében viszonylag egyszerű. (14)-ből az A_0 , δ , ρ között kapcsolat áll fenn: $A_0 \approx \delta + \rho$. Tehát $\rho \approx A_0 - \delta$. Így $\rho = 0,12$. A ω versenyintenzitási vagy konvergencia érték meghatározása statisztikai kérdésnek is tekinthető. Vettük évente a kiválasztott országok átlagos M -jét és szóródását. Úgy becsültük, hogy megközelítőleg $\omega = 0,85$ lesz.

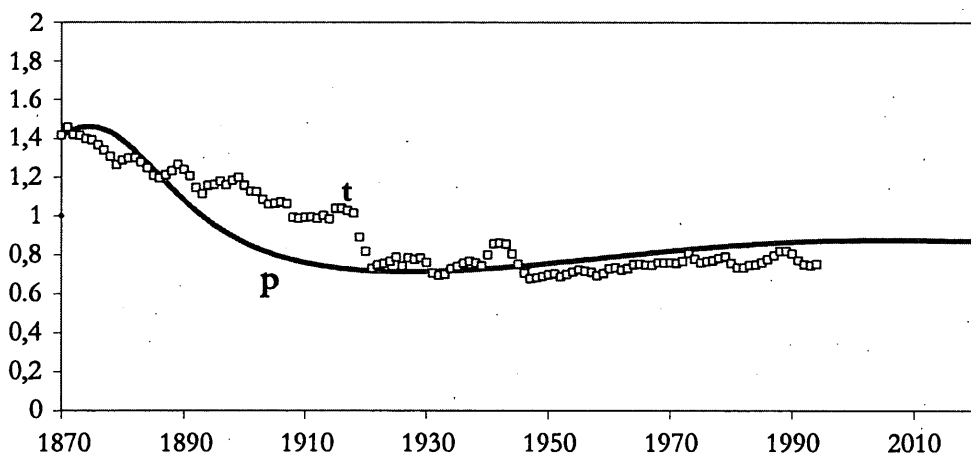
A modell értelmében az induló M_0 pontból a gazdaság a fogyasztási célú jövedelem nettó jelenértékének maximalizását tűzi ki minden pillanatban, azzal a naiv feltételezéssel, hogy a most választott maximalizáló ütem a végtelenségig fennmarad. A számításban azt feltételeztük, hogy évente hoz új döntést, de természetesen alkalmazhatnánk folytonos modellt is. A gazdaság tehát bizonyos idő elteltével eléri $\omega = 0,85$ értéket, de túlfut rajta, és a másik oldalról közelít, egyre csillapuló kilengésekkel végül rááll $\omega = 0,85$ értékre. A modell azt mutatja, hogy nagyjából 120 – 130 évre volt szükségük az országoknak arra, hogy első „futásban” alulról elérjék $\omega = 0,85$ -öt, de időben még távol vannak a célérték végleges befogásától. Nézzük meg néhány ország tényleges adatait (Maddison 1995, 2000) alapján, és vessük egybe a modellünk adta pályával. Az 1 -es érték mindenkor az USA trendszerinti pályáját írja le, a többi országot ehhez képest ábrázoljuk. Egy olyan országot választottunk, amelyik kezdetben az USA-nál szegényebb volt (Japán), és egy gazdagabbat (Egyesült Királyság). A folytonos vonal a modell által megszabott pálya, a másik a tényadatok. Azt látjuk, hogy – Japán második világháború utáni negyedszázados visszakapaszkodási pályát leszámítva – a gazdaságok nagyjából a modell – pályán haladnak.

1. ábra. Japán tényleges és potenciális egy főre eső GDP-jének pályája
Megjegyzés: p – potenciális egy főre jutó GDP pályája, t – tényleges egy főre jutó GDP pályája



Forrás: Saját szerkesztés

2. ábra. Egyesült Királyság tényleges és potenciális egy főre eső GDP-jének pályája
Megjegyzés: p – potenciális egy főre jutó GDP pályája, t – tényleges egy főre jutó GDP pályája



Forrás: Saját szerkesztés

4. Összegzés

Az USA-ban a Fed szakértői arra a következtetésre jutottak, hogy a 70-es és 80-as években alkalmazott agresszív inflációellenes monetáris politika felesleges növekedési áldozatokat kívánt, és ezért vagy másfél évtizede azt a Taylor szabályt követik, ami mellett

nemcsak a várt és tényleges infláció eltérésétől függően választja meg egy rögzített szabály szerint a FED a kamatlábat, hanem a potenciális és tényleges GDP eltérésének függvényében is. A potenciális egy főre jutó GDP számítása egyszerű feladat az USA-ban, mivel ez az egyetlen olyan gazdaság, amelyik exponenciális pályán, évi 1,8 %-kal halad 130 éve, (hála az ország technikai vezető szerepének). A technikai követő országok pályájának meghatározása olyan növekedési modellel lehetséges, ami figyelembe veszi, hogy a vezetőtől, és a fejlettebb országoktól is lehet tanulni. Elégséges-e a vezető pozícióba való kerüléshez, ha a japán (vagy a német) háztartások sokat takarítanak meg? Lehet-e kiváltani erős háztartási megtakarítással a tudást és a versenyt? Nem lehet, ez volt a válasz az amerikaiak és európaiak, japánok közötti vitára az elmúlt évtizedekben. Önállóan megszerzett tudás, verseny és kockázatvállalás nélkül nem lehetséges vezető helyen történő steady state előrehaladás, hiányukban legfeljebb csak jó követői pozíciók szerezhetők meg.

A cikkben egy olyan növekedési modellt kíséreltünk meg felrajzolni, amelyikben a követő országokban a tudás éves kumulációja függ a technikai vezetőtől való távolság mértékétől. Ha azzal a feltevessel élünk, hogy mind a termékszám, mind a munkabér arányosan változik az egy főre jutó jövedelemmel, akkor a tudásgyarapodás éves mértékére $x(1+1-M^{-3})$ összefüggést nyerjük, ami a termelési függvénybe behelyezve a fogyasztásmaximalizáló szereplők naiv várakozása mellett olyan pályát határoz meg, amit S alakú konvergencia-pályának is nevezhetünk. Megítélésünk szerint az elmúlt 130 évet ez helyesen tükrözi. Modellünk rendelkezik néhány sajátossággal: naiv várakozást alkalmaztunk, mivel meggyőződésünk szerint a döntéshozó képes arra, hogy a jelen helyzetet kivetítve a jövőre hozzon megtakarítási döntést, de nem képes arra, hogy tökéletesen előre lásson a jövőben. (A követő országokon belül még nehezebb, de nem lehetetlen meghatározni a rekonstrukciós pályán haladó gazdaságok potenciális pályáját, mindössze azt a trükköt kell alkalmazni, hogy általános tökeszegénység esetén nagyobb gondossággal lehet csak kiselejtezni a fizikailag működőképes gépeket.)

Mindebből következően időről-időre meghatározandó a magyar gazdaság potenciális pályája, (és ennek birtokában alkalmazható a növekedésbarát Taylor szabály nálunk is), mindez azonban a magyar jegybanki politika egészének újragondolását igényli. Stiglitz arra figyelmeztet, hogy az IMF ajánlások, amelyet az USA Pénzügyminisztériumának jóváhagyásával a washingtoni konszenzusban szentesítettek, olyan politika, amelyet Amerika csak külföldi fogyasztásra szán, olyan politika, amelytől saját polgárait védi. Stiglitz szerint az Európai Központi Bank is „bedőlt a cselnek”, felesleges terheket vállal magára, többek között a stabilizációs és növekedési paktummal, és minden józan kereskedelmi bankári figyelmeztetés ellenére fent tartja azt, miközben egyre – másra szenved el ennek kudarcait. (Keynes a tőle megszokott egyszerűséggel főművében úgy definiálta az inflációt, hogy az olyan pénzromlás, amelyiket a termelés növekedése nem kíséri, és vélekedése szerint csak az így definiált infláció ellen indokolt harcolni.) Úgy véljük, hogy a növekedésserkentő ár-emelkedés elleni vaskalapos harc helytelen és indokolatlan. Az inflációellenes harcot tehát helyi értéken kell kezelni, a diszkrecionális monetárispolitika helyett olyan szabálykövető és transzparens politikát kell alkalmazni, amelyik társadalmi jóléti függvényre támaszkodik.

Felhasznált irodalom

- Barro, R. J. – Sala-i-Martin, X. 1995: *Economic Growth*. McGraw – Hill Comp. Inc. Boston.
- Jones, C. I. 2004: Growth and Ideas. In: *Handbook of Economic Growth*, Preliminary Draft
- Galbraith, J. K. 1970: *Az új ipari állam*. KJK, Budapest
- Hall, R. E. – Taylor, J. B. 1999: *Makróökonómia*, Osiris, Budapest
- Kornai, J. „The Soft Budget Constraint.” *Kyklos*, 1986, 39, 1, 3–30. o.
- Keynes, J. M. 1965: *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. KJK, Budapest
- Leontieff, W. 1977: *Terv és gazdaság*. KJK 1977.
- Lucas, R. E. 1988: On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22, 3–42. o.
- Maddison, A. 1995: *Monitoring the World Economy*, OECD, Paris
- Maddison, A. 2001: *The World Economy: A Millennial Perspective*, OECD, Paris
- Mankiw, N. G. 1998: *Makróökonómia*, Osiris, Budapest
- Romer, P. M. 1990: Endogenous Technological Change, *Journal of Political Economy*, 98,5, part II, S71–S102.
- Solow, R. M. 1957: Technical Change and Aggregate Production Function, *Review of Economics and Statistics* 312–320. o.
- Stiglitz, J. 2004: *A globalizáció és visszasságai*, Napvilág, Budapest



A globalizálódó számvitel

Deák István*

Többek egybehangzó véleménye szerint egyfajta forradalom zajlik a számvitel területén, amely ugyan kevésbé bangos és látványos, mint a forradalmak általában, de olyan változások történtek e téren, amelyek néhány évvel ezelőtt még nehezen voltak elképzelhetők. Ezt a folyamatot több jelenség is erősítette. Mindenekelőtt a globalizációt és az annak kiteljesedésével együtt járó, összehasonlítható számviteli adatok iránti igény erőteljes felszínre kerülését kell megemlíteni. Emellett feltétlenül szólni kell a néhány jelentős amerikai (és európai) vállalatnál feltárt súlyos számviteli szabálytalanságok sorozatáról is, amelyek megrendítették többek között az amerikai számviteli rendszer mindenhatóságába vetett hitet. Mindezek arra kényszerítették a számviteli elszámolásokat és a beszámolást szabályozó testületeket, hogy felülvizsgálják az eddigi intézkedéseiket, és meghozzák azokat a szabályokat, amelyek biztosítják, hogy a beszámolók megfeleljenek a megbízhatóság és összehasonlíthatóság, megváltozott világ gazdasági helyzetből fakadó követelményeinek. A tanulmány azt az utat vizsgálja fel, amely elvezet(het) a világméretűben egységes számviteli nyelv kialakulásához és elfogadásához.

Kulcsszavak: standardok, standardalkotók, konvergencia

1. Bevezetés

Az elmúlt 15–20 év során a világban bekövetkezett változások, amelyeket divatos kifejezéssel élve globalizációnak is szokás nevezni, nem hagyták, nem hagyhatták érintetlenül a számviteli elszámolások és beszámolók területét sem. Egyre fontosabbá válik a számvitel, illetve azok az információk, amelyeket ennek keretében a vállalatok nyilvánosságra hoznak. A közvélemény is egyre inkább felismeri, hogy a gazdasági kommunikáció meghatározó nyelve a számvitel, hiszen a különböző érdekhordozói csoportok hiteles döntéseikhez (amely a piacgazdaságnak is az egyik lételepje) szükséges, hogy a számvitel által szolgáltatott adatok pontosak, megbízhatóak, tehát használhatóak legyenek. Ezt az igényt felerősítette az elmúlt évek amerikai és európai nagyvállalatainál feltárt súlyos számviteli szabálytalanságok és a nyomukban megjelenő csődök sorozata is.

Befektetni, finanszírozási forrást szerezni csak megbízható adatokat tükröző beszámolók alapján lehet. Az 1960–70-es évek körülményeihez (szuverén nemzeti szabályok, áttekinthető cégkapcsolatok és működési folyamatok, kis terjedelmű beszámolók) igazodó számviteli szabályok egyre kevésbé feleltek meg a megváltozott körülmények miatt jelentkező új kihívásoknak. A globalizáció kiszélesedésével az egyes országok tőkepiacai egyre nyitottabbá és ezzel egymástól kölcsönösen függővé váltak, a befektetők határokon átnyúló

* Deák István, egyetemi adjunktus, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)

befektetési lehetőségeket kerestek, összetett, korábban nem ismert ügyletek jelentek meg. A globalizáció jelenségével szembesülő vállalatok számviteli szempontból az alábbi területeken (amely egyfajta időbeliséget is kifejez) észleltek komoly nehézségeket.

1. különböző országokban működő vállalatok összehasonlítása (üzleti és befektetési kapcsolat kiépítése, külföldi finanszírozási források megszerzése során),
2. a több országra kiterjedő vállalatcsoportok szintjén értelmezett konszolidált beszámoló összeállítása,
3. más országok tőzsdéin való megjelenés.

Ahogy jelentkeztek ezek az igények az egyes vállalatoknál, nyilvánvalóvá vált, hogy a különböző szuverén nemzeti szabályok alapján összeállított beszámolók nem tudnak megfelelni ezeknek az igényeknek, mert az egyedi beszámolók nem hasonlíthatók össze. A beszámolók mind formájukban, mind tartalmukban (többek között az eltérő mérlegképességi, értékelési előírások miatt) jelentős differenciákat mutattak, így a legegyszerűbb összehasonlítás, pénzügyi minősítés is komoly nehézségekbe ütközött. Egyes országok (például az USA) tőzsdéi előírták, hogy csak az általuk elfogadott szabályok¹ szerint összeállított beszámolót ismerik el a tőzsdéi bevezetés és kereskedés feltételeként. Mi lehetett a megoldás? Az nyilván nem életszerű elvárás, hogy az egyes érdekhordozók tanuljanak meg olvasni az összes, gyakran igen eltérő szabályok szerint összeállított mérlegben, ráadásul ez önmagában nem is oldotta volna meg az összehasonlíthatóság kérdését. A fenti helyzetek kezelésére először az a kézenfekvő megoldás adódott, hogy a saját szabályok alapján összeállított beszámolókat átfordították azon szabályrendszer előírásai szerint, amelyet követelményként fogalmaztak meg egy másik országban. Legmarkánsabban ez az amerikai tőzsdék esetében fogalmazódott meg: csak az amerikai előírások alapján készített beszámolókat fogadták (és fogadják még ma is) el. Ez esetenként azzal is járhatott, hogy több ilyen átfordításra is szükség volt (például a konszolidált beszámolóhoz és a másik ország tőzsdéjén való megjelenéshez). Mindez jelentős többletmunkát, többlettudást igényelt, ami nem kevés többletköltséggel járt és jár még ma is az érintett vállalatoknál. Ezek a körülmények is hozzájárultak ahhoz, hogy az 1990-es években egyre erősebben fogalmazódott meg azon igény, hogy szükség van egy nemzetek felett álló számviteli szabályrendszer (világstandard) kidolgozására, elfogadására, amely az érintett vállalati kör számára lehetőséget teremtené arra, hogy a beszámolókat eleve összehasonlítható módon készíthessék el.

2. Az előzmények

A harmonizációs célkitűzésekhez tisztázni kell:

1. a harmonizáció intézményi hátterét (ki legyen a harmonizáció szervezője, irányítója, szabályalkotója: ország, országok szövetsége, nemzetközi szervezetek, önkéntes vagy kényszerű szakmai szervezetek stb.),
2. a harmonizáció tartalmát (milyen mélységű legyen a szabályozás: általános célok, eljárási módok, elszámolási szabályok, mire vonatkozzon a szabályozás: egyedi vagy konszolidált beszámoló),
3. a harmonizáció során hozott intézkedések elfogadtatási mechanizmusát (kötelező vagy önkéntes, törvény vagy ajánlás)

¹ General Accepted Accounting Principles, rövidítve GAAP

A harmonizációhoz először meg kellett találni azt a szervezeti keretet, intézményt, amely megfogalmazza ennek a szabályrendszernek az elemeit és felügyeli annak bevezetését és alkalmazását, hiszen e szervezet jogállása többé-kevésbé eldönti a másik két kérdéskört is. Azon vélekedést, hogy egy teljesen új, mindenféle előzmény nélküli szervezetet kell kreálni, nem igazán képviselte senki. Ehelyett inkább a már működő, megfelelő múlttal, hagyományokkal és bizonyos mértékű elfogadottsággal rendelkező infrastruktúra felhasználását javasolták. Miből is állt a mérítési lehetőség? Tulajdonképpen két rendszer jöhetett szóba: az egyik a nemzetközi számviteli standardok 1973 óta létező rendszere, a másik pedig a jóval komolyabb múltat felmutató US GAAP rendszer, amely ugyan nemzeti standard, de az USA gazdasági hatalma miatt jóval túlnőtt a nemzeti határokon (Ausztráliában, Kanadában, Japánban is alkalmazzák). Harmadikként meg lehet említeni az Európai Uniót is, amely nem is annyira a létező (nem igazán kidolgozott) szabályrendszere miatt kerülhetett előtérbe, hanem sokkal inkább amiatt, hogy melyik rendszer mellett teszi le a voksát.

Mindenekelőtt tehát érdemes néhány gondolat erejéig az előzményekkel is foglalkozni.

Maga a számviteli elszámolás már több száz éves múltra tekinthet vissza, viszont ennek valamilyen módon való egységes szabályozása csak néhány évtizede kezdődött meg. A gazdasági-társadalmi fejlődéssel párhuzamosan folyamatosan kialakult a nemzeti GAAP-k sorozata is, amelyek a különböző országok eltérő történelmi hagyományai, gazdasági teljesítményei miatt alternatív (az adott országra érvényes) beszámolási módszerekben testesült meg. Ezek közül a US GAAP jutott nagyobb (országhatáron is túlnyúló) szerephez. Az USA-ban a XX. század első harmadában (többek között az 1929-es események, illetve az ennek kapcsán elfogadott értékpapírtörvény hatásaként) teljesedett ki az államok feletti (az angolszász esetjogra épülő) számviteli szabályrendszer igénye. Ennek alapvető célja a befektetők megóvása és az ehhez hozzásegítő adatok nyilvánosságát biztosító szigorú rendszer létrehozása. Ezt a feladatot az 1934-ben életre hívott Értékpapír és Tőzsd felügyeletre² bízta. A SEC alapvetően nem könyvvizetési kérdéseket szabályoz, hanem beszámolóformákat, ezek tartalmát, felépítését, a közze teendő információk körét. A számviteli szabályok megalkotására a SEC több szervezetet is létrehozott (AICPA³, APB⁴), amelyek komoly eredményeket értek el. A többféle szervezetben folyó standardalkotási munka azonban egyre kevésbé tudott megfelelni az újabb és újabb kihívásoknak, ezért 1973-ban megalakult a ma is működő egységes standardalkotó szervezet az FASB⁵, amelyet egy alapítvány⁶ felügyel és nevezi ki tagjait, valamint egy tanácsadó bizottság⁷ is segíti munkáját. Az FASB nem helyezte hatályon kívül az elődök által meghozott szabályrendszert, azok közül jó néhány ma is hatályos. Így a US GAAP az FASB standardok⁸, a kapcsolódó magyarázatok és a korábbi szervezetek hatályban lévő állásfoglalásainak, iránymutatásainak, közleményeinek, értelmezéseinek gyűjteménye. A US GAAP rendszert, amely igen részletesen, aprólékosan szabályoz, a civilszféra (könyvelők, könyvvizsgálók, felsőoktatási oktatók), tehát a szakma dolgozza ki, amelynek alkalmazása csak abban az esetben kötelező, ha a cég részvényeit a

² Security of Exchange Committee, SEC

³ American Institute of Certified Public Accountants

⁴ Accounting Principles Board

⁵ Financial Accounting Standard Board

⁶ Financial Accounting Foundation, FAF

⁷ Financial Accounting Standards Advisory Council, FASAC

⁸ Statements of Financial Accounting Standards, SFAS

New-York-i tőzsdére bevezetik és forgalmazzák. Mivel az amerikai cégek finanszírozása elsősorban a tőzsdéken keresztül történik, elengedhetetlen, hogy a részvényesek korrekt információkhoz jussanak. Ezen információk forrását képezik a nyilvános, nagyon részletesen szabályozott elvek alapján összeállított beszámolók, amelyekben a kontinentális jellegű (konzervatív) értékelés helyett a vagyoni helyzet valós bemutatása kerül előtérbe.

A különböző országokban publikált beszámolók eltérő formai, tartalmi, értékelési, szabályozási gyakorlata miatt a vállalati beszámolók nem voltak összehasonlíthatóak. A multinacionális vállalatok megjelenésével, majd a tőkepiacok kiterjedésével ugrásszerűen megnőtt az igény a beszámolók harmonizációjára, egy közös számviteli nyelv kialakítására. 1973-ban 10 ország megalapította London székhellyel a Nemzetközi Számviteli Standardok Bizottságát⁹, mint szakmai önszerveződést, azzal a céllal, hogy általánosan elfogadott, jó minőségű, érthető, betartandó és betartható számviteli standardokat (International Accounting Standards, rövidítve: IAS) dolgozzon ki, fogadtasson el, és fejlesszen folyamatosan. Az IAS-k alkalmazásával biztosítható, hogy az alkalmazott fogalmak, eljárások, módszerek egységes tartalmat hordozzanak, az egységes és a legjobb gyakorlatot tükröző beszámolók közötti eltérések minimálisak legyenek. A standardok egyes témákat tárgyaló, nem összefüggő szabályok halmaza, amelyek megalkotása a kezdeti szakaszban az akkori fejlett világban alkalmazott módszerek összegyűjtésével, majd az ezekből kiválasztott követendő eljárás megfogalmazásával történt. Egyes témákban azonban nem tudtak egységes álláspontra jutni, ezért gyakran kerültek be (a követendő eljárással egyébként egyenértékű) alternatív (megengedett) eljárások is. Ez a helyzet nyilván nem segítette az összehasonlíthatóság érvényesülését, ezért a későbbiekben az egyik leginkább kritizált elemmé is vált.

A standardalkotás első időszakában az volt az alapvető cél, hogy kész megoldásokat nyújtsanak a kialakult számviteli kultúrával nem rendelkező és így az önálló hazai szabályozás kidolgozására kellő erővel nem bíró országoknak a világ egyre bővülő gazdasági folyamataiba, áramlásába való bekapcsolódásuk érdekében. A kibocsátott standardokat egy az egyben csak kevés országban vették át – inkább az volt jellemző, hogy a nemzeti szabályok megalkotásakor figyelembe vették a nemzetközi standardokat is. Ekkor még csak szakmai ajánlások voltak, amiből válogatni is lehetett (nem volt előírás a teljes körű megfelelés). A fejlődés egyértelmű jele, hogy mára több mint 100 ország mintegy 140 szakmai szervezete a tagja a nemzetközi standardtestületnek.

Az EU-ban viszonylag későn, csak az 1970-es években (többek között a nemzetközi standardtestület megalakulásának hatására) kezdődött meg a számvitel közösségi szinten való (egységes) szabályozása, amely a Bizottság Belső Piaci Főigazgatóságának a feladata. A számvitel európai harmonizált szabályozásának kiindulópontja az első vállalati jogi (68/151/EGK) irányelv, amely a letelepedés szabadságjogával összefüggésben szabályozza a társas vállalkozások információszolgáltatási kötelezettségét. Az EU számviteli szabályrendszere 4 szintű:

1. irányelv, amely a tagállami szabályalkotáshoz ad kötelező elvi keretet, alkalmazásáról a tagállamoknak (az irányelvekkel nem ellentmondó) saját szabályokat kell alkotni,
2. rendelet, amelynek szó szerinti átvétele kötelező, nemzeti hatálybalépéséről a tagállamoknak nem is kell dönten.
3. közlemény, amely nem kötelező magyarázatokat, értelmezéseket tartalmaz,
4. ajánlás, amelynek tagállami átvétele, alkalmazása szintén nem kötelező.

⁹ International Accounting Standards Committee, IASC

A Bizottság számviteli szabályozással összefüggő munkáját a Kapcsolattartó Bizottság¹⁰ és a Számviteli Tanácsadó Fórum¹¹ segíti. Az első számviteli előírás 1978-ban jelent meg¹², amely 4. irányelvként ma is hatályos. A szabályozás alapelve, összefüggésben a bank-hitel finanszírozás dominanciájával az óvatosság elve. Ez az irányelv az egyedi beszámolók (egységes) felépítésére, tartalmára és az értékelésre vonatkozóan tartalmaz általános elvi keretszabályokat, számos választási lehetőség biztosítása mellett (amelyben nyilván fellelhető az EU angolszász és kontinentális kettőssége is), de nem foglalkozik könyvviteli elszámolásokkal. A konszolidált beszámolókra vonatkozóan külön irányelv¹³ került elfogadásra 1983-ban. A számvitel szabályozása sokáig lényegében egyszintű volt, mivel ajánlások, közlemények kiadására először csak az 1990-es évek végétől került sor (az irányelveket is ebben az időszakban módosították először).

A három rendszerben (US GAAP, IAS, EU) jól felismerhető az eltérő jogi megközelítés kettőssége is (Szirmai-Matukovics 2003):

1. A kontinentális jellegű szabályozás egy adott terület átfogó, elvi jellegű (rendszer-szemléletű) szabályozására fókuszál, az előírások kötelező jogszabályokban öltenek testet (code law). Ebben a csoportba tartozik az EU szabályrendszere.
2. A másik fajta, az ún. angolszász megközelítés inkább technikai jellegű, egy-egy adott feladat, probléma kezelésére, megoldására választ adó standardok, értelmezések halmozásában jelenik meg (case law). Ide tartozik az IAS és a US GAAP, de az EU egyes tagállamaiban (például Nagy-Britannia) is érvényesül ez a felfogás.

Mindhárom rendszer esetében elmondható, hogy elsősorban a nagy és közepes (különösen a US GAAP esetében a multinacionális) vállalatokra vonatkozóan írnak elő szabályokat, viszont csak az EU szabályozásában különülnek el az egyedi beszámolókra és a konszolidált beszámolókra vonatkozó előírások (miközben előrehaladott tárgyalások folynak a kisvállalatokra vonatkozó külön szabályok megalkotására is). A három rendszer elfogadottsága, területi kiterjedtsége az irányelvek esetében nyilvánvaló, Észak- és Dél-Amerika US GAAP párti, a világ többi része (Európa, Ázsia, Ausztrália) ma már inkább az IAS rendszert támogatja.

Mivel a beszámolók összehasonlítási igénye a tőkepiacokon jelentkezik a legmarkánsabban, ezért kulcsszereplővé léptek elő a tőzsde és pénzpiacok szabályozását, felügyeletét ellátó szervezetek, hiszen az ő véleményük, állásfoglalásuk jelentős mértékben hozzájárul a világstandardok kidolgozásához, elfogadásához és alkalmazásához. Ebben a körben két szervezet szerepét külön is hangsúlyozni kell. Az egyik az Értékpapír-felügyeletnek Nemzetközi Szervezete¹⁴, amely a nemzetközi értékpapír szabályozási normák kialakításának meghatározó szervezete, a másik a már említett SEC, az USA Értékpapír és Tőzsd felügyelete. Ezek szerepére a későbbiekben visszatérünk.

¹⁰ Contact Committee

¹¹ Accounting Advisory Forum

¹² 78/660/EGK számú 4. irányelv a meghatározott jogi formájú gazdasági társaságok éves beszámolójáról

¹³ 83/349/EGK számú 7. irányelv a konszolidált éves beszámolórol

¹⁴ International Organisation of Securities Commissions, IOSCO

3. Harmonizációs folyamatok a számvitelben

Eleinte (különösen a kontinentális) Európában nagy volt az idegenkedés a nemzetközi standardokkal szemben főleg a standardalkotásban résztvevők angolszász túlsúlya miatt. A tőkepiacok átalakulásával, a kontinentális európai tőzsdék bővülésével, megerősödésével, a vállalatok európai tőzsdéken kívüli megjelenésével, az egyre nagyobb szerepet játszó multinacionális vállalatok számának emelkedésével, a tőkeigény bővülésével megindult az egységes szabályrendszer keresése. Létezett ugyan a közösség szintjén szabályrendszer (irányelvek), de ez messze nem volt egységes, hiszen a 4. irányelv is tulajdonképpen összefoglalta a megalkotása időszakában az egyes tagállamok által alkalmazott gyakorlatot, megadva a tagállamoknak a választás lehetőségét. Ez azzal járt, hogy a beszámolók ez alapján nem váltak közvetlenül összehasonlíthatóvá, nem is beszélve arról, hogy az EU-n kívül sem fogadták el ezeket a beszámolókat. Megoldásként felmerült az EU standardok (EU GAAP) megalkotása, de ez egyrészt jelentős késedelmet és költséget okozott volna, másrészt kétséges volt ezek elfogadása, mivel a különböző tőzsdefelügyletek (különösen a SEC) határozottan elutasították ezt a megoldást.

A világstandardok szerepének betöltése érdekében két rendszer indult harcba: az IAS és a US GAAP. A több éven át tartó egyeztetések, megállapodások eredményeképpen mára eldőlt, hogy a globális elvekre alapozott, kiváló minőségű, semleges beszámolási standardok kibocsátója a nemzetközi standard testület lesz. Mindez persze nem jelenti azt, hogy a US GAAP-t is felváltaná az IAS rendszer, mivel az USA ragaszkodik a saját elveihez, de hajlandó – bizonyos feltételek teljesülése esetén – a tőzsdén elfogadni az IAS szerint elkészített beszámolókat is. A következőkben ennek a folyamatnak a fontosabb állomásait tekintjük át.

Az 1980-as évekre jelentősen megnőtt az IASC tagországainak a száma, kezdetben főleg a fejlődő világ, majd a 80-as évektől a fejlett országok közül is egyre többen léptek be a szervezetbe, de szakmai szervezetek is keresték a kapcsolatot. 1977-ben megalakult a Számviteli Szakemberek Nemzetközi Szervezete¹⁵, amelynek tagjai 1981-től automatikusan az IASC tagjává is váltak. Hivatalosan is felveszi a kapcsolatot az IASC-vel az OECD és a SEC, majd 1988-ban az FASB is csatlakozik a szervezethez. 1987-re már olyan mennyiségben jelentek meg a standardok, hogy szükségessé vált azok egységes szerkezetben való első kiadása.

Az 1987 óta működő európai könyvvizsgálók szervezetének (FEE) elnöke 1989-ben kijelenti, hogy Európa érdekeinek legjobban a nemzetközi harmonizáció felel meg, amit az IASC-vel való kapcsolatfelvétel szolgál a legjobban, 1990-ben megfigyelőként az Európai Bizottság is csatlakozik. 1991-ben a USA standardtestülete kinyilvánítja, hogy hajlandó támogatni a nemzetközi standardokat. 1995 vízváltástó a standardok történetében. Ebben az évben megállapodás születik az IASC és az IOSCO között, amelynek keretében a meghatározó, alapstandardok felülvizsgálatra kerülnek 1999-ig. A felülvizsgálat célja, hogy a standardokban megjelenő alternatívák, választási lehetőségek szűküljenek, lehetőség szerint szűnjenek meg. A program sikeres teljesítése esetén az IOSCO egyértelműen ajánlani fogja minden globális piacon az IAS elfogadását, alkalmazását a nemzetközi tőkegyűjtés és jegyzés céljaira. A megállapodás hírére az EU Bizottsága bejelenti, hogy feladja az egységes európai standardok kifejlesztésének célját, és megfontolás tárgyává teszi a standardok használatá-

¹⁵ International Federation of Accountants, rövidítve IFAC

nak előírását az EU multinacionális vállalatai számára. Ezen kijelentések hatására egyre több jelentős ország, szervezet, tőzsde fogadja el a standardokat, vagy veszi azokat figyelembe a nemzeti standardok megalkotása során. A világ nagy szervezetei (többek között az IOSCO, a WTO, az ausztrál tőzsde) egymás után jelentik ki, hogy támogatják a számviteli harmonizációt, a standardok teljessé tételét és azok általános alkalmazását. 1996-ban az EU áttekinti a számviteli irányelvek és az IAS viszonyát, és kijelenti, hogy a nemzetközi számviteli standardok (néhány kivételtől eltekintve) összhangban állnak az irányelvekkel. Az egyre bővülő standardok gyakorlati alkalmazása során felmerülő nehézségek, vitás kérdések, eltérő megoldások hatására, valamint az IOSCO és az USA (különösen a megengedett eljárások alkalmazásával összefüggő) aggodalmainak leszerelésére 1997-ben létrehozták a standard értelmező bizottságot¹⁶, amely az egységes értelmezést és használatot volt hivatott szolgálni. Ebben az időszakban kezdenek el foglalkozni az azóta is sok vihart kavaráó valós értéken történő értékelés bevezetésével, amely először a pénzügyi instrumentumok kimutatásával és értékelésével foglalkozó, 2000-ben hatályba lépett 39. IAS-ben jelent meg. A megváltozott helyzetben való standardalkotás megkívánta a standardtestület átalakítását is, amelynek első kísérlete (amely újabb bizottságok felállítását célozta) többek között az USA és az EU ellenkezései miatt nem járt sikerrel. Közben az IMF és a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság is támogatásáról biztosítja a standardokat, az FEE sürgeti, hogy az unió vállalatai az irányelvek helyett az IAS szerint állíthassák össze a (konszolidált) beszámolóikat, fokozatosan kiszorítva a US GAAP szerinti beszámolást. 2000-ben az IOSCO is bejelenti, hogy elfogadja a kibővített és jelentősen átdolgozott standardcsomagot. A már korábban említette IFAC mellett, létrejön a Nemzetközi Fórum a Számvitel Fejlődéséért¹⁷ elnevezésű szervezet, amely határozottan kiáll az IAS rendszer használata mellett, annak érdekében, hogy a standardok úgymond minimum elvárások legyenek világszerte.

2000-ben a SEC közzétett egy koncepciót (Herdman 2002) az IAS rendszerrel kapcsolatban, amelyben véleményeket kért a standardok esetleges alkalmazása, a szabályozási struktúra kérdéskörében, továbbá megfogalmazták azon feltételeket, amelyek mellett a SEC megfontolja az IAS elfogadását a külföldi vállalatoktól a US GAAP megfeleltetés nélkül. A koncepció kemény követelményeket fogalmazott meg a standardok minőségével és a standardalkotó testülettel kapcsolatban. Ennek is köszönhetően az IASC új alapokmányt fogadott el, amelynek keretében (a US SEC hathatós közreműködése mellett) 2001-re teljesen átalakítják a nemzetközi standard testületet, és új elnevezést kapnak a standardok is. Az átalakítás lényege, hogy az új standardtestület (az IASB¹⁸) közfelügyeletet egy (19 eltérő földrajzi és funkcionális háttérű kurátorból álló) alapítvány (az IASCF¹⁹) látja el. A kurátorok nevezik ki a különböző testületek tagjait, felügyeletet látnak el felettük, megteremtik a működés pénzügyi feltételeit. Az új szervezet sematikus felépítését mutatja az 1. ábra.

A struktúrát kiegészítik az egy-egy témához kapcsolódóan életre hívott szakértői csoportok, valamint a technikai személyzet. Az új szervezet felállítása után lázas munka indult el. Az IASB kinyilvánította, hogy a korábbi alapszabály alapján kibocsátott minden standard (IAS) és értelmezés (SIC) továbbra is alkalmazandó mindaddig, amíg azok módosításra vagy visszavonásra nem kerülnek, viszont annak jelzésére, hogy mely standardokat

¹⁶ Standing Interpretations Committee, rövidítve SIC

¹⁷ International Forum on Accountancy Development, rövidítve IFAD

¹⁸ International Accounting Standards Board

¹⁹ International Accounting Standards Committee Foundation, IASCF

kében. Az egyezmény „norwalki megállapodás” néven vonult be a számvitel történetébe, amelyet szinte azonnal üdvözölt az Európai Bizottság is. A megállapodásban kinyilvánításra került, hogy mindkét testület elkötelezett a magas minőségű, összeegyeztethető, hazai és határokon átnyúló beszámolóshoz is felhasználható standardok mellett. Ennek érdekében erőfeszítéseket tesznek a meglévő standardok összeegyeztethetővé tétele, és a jövőbeni összhang fenntartása érdekében. A megállapodásban megfogalmazták a rövid távú teendőket is, amelynek hangsúlyos része feltárni és megszüntetni az IFRS és a US GAAP közötti eltéréseket. Többen is kinyilatkoztatták, hogy a konvergencia folyamata kétirányú utca, nem az USA gyakorlatát kívánják ráerőszakolni az IASB-re, de vannak olyan ügyek, amelyekben a SEC nem hajlandó engedni. Ezt jól tükrözi az eddig megjelent 5 IFRS is, amelyek egyértelműen a SEC elvárásaira épülnek (lásd például az üzleti kombinációk elszámolásánál alkalmazott alternatív eljárás törléséről, vagy a goodwill értékcsökkenésének megszüntetéséről hozott intézkedést). Rövidtávon azonban nem várható, hogy a SEC elfogadja az IAS–IFRS rendszer alapján összeállított beszámolókat, amely tükröződik az EU számvittel kapcsolatban meghozott döntéseiben is.

4. Az Európai Unió kapcsolódó intézkedései

Már többször említésre kerültek egy-egy téma kapcsán az EU megnyilatkozásai, amelyek egyértelművé tették, hogy az EU számára nincs más járható út, mint valamelyik standardrendszer mellé állni, és aktívan bekapcsolódni a standardalkotás folyamatába. A döntéshoz vezető folyamat az 1990-es évek közepén kezdődött, amikor több, a számviteli szabályozás jövőjéről tartott konferencián is kinyilvánították, hogy figyelembe kell venni a nemzetközi harmonizációs törekvéseket. 1995-re világossá vált, hogy nincs értelme, nincs esélye „euroGAAP” megalkotásának, ehelyett fel kell térképezni az irányelvek és az IAS közötti eltéréseket²³, illetve meg kell vizsgálni a standardok átvételének lehetőségeit, feltételeit. Jól illeszkedik ebbe a folyamatba az 1997-ben elfogadott értelmező közlemény a 4. és 7. számviteli irányelvhez, amely több helyen is az IAS-nek megfelelő tartalommal magyarázza egyes szabályok alkalmazását. Az első látványos lépés az egyértelműen IAS szellemiségű 2001/65/EK irányelv volt, amely módosította a számviteli irányelveket, megengedve – önkéntes választás alapján – a pénzügyi instrumentumok körében a valós értéken történő értékelést. Ezt a módosítást a tagállamoknak 2004. január 1-jéig a nemzeti szabályozásaikban is érvényesíteni kellett (Magyarország e tekintetben előre menekült, hiszen már jóval a belépés előtt, 2003-ban módosításra került az irányelvnek megfelelően a számviteli törvény). Az EU szabályozás egyértelmű irányát a pénzügyminiszterek európai tanácsa (ECOFIN) 2001-ben adta meg azzal, hogy elfogadta a Bizottság által kidolgozott előterjesztést a nemzetközi számvitel standardok európai bevezetéséről, amely szabad utat biztosított a 2002-ben elfogadott, és kétségtelenül korszakhatárnak nevezhető 1606/2002/EK rendeletnek (továbbiakban: IAS rendelet). Ennek legfontosabb előírása, hogy az Európai Unió tőzsdéin jegyzett vállalatok konszolidált éves beszámolójukat a nemzetközi számviteli standardok alapján kötelesek összeállítani a 2005. üzleti évtől kezdődően. Azon társaságok, amelyek megjelenve az USA tőzsdéin a US GAAP szerint készítették a beszámolóikat haladékat

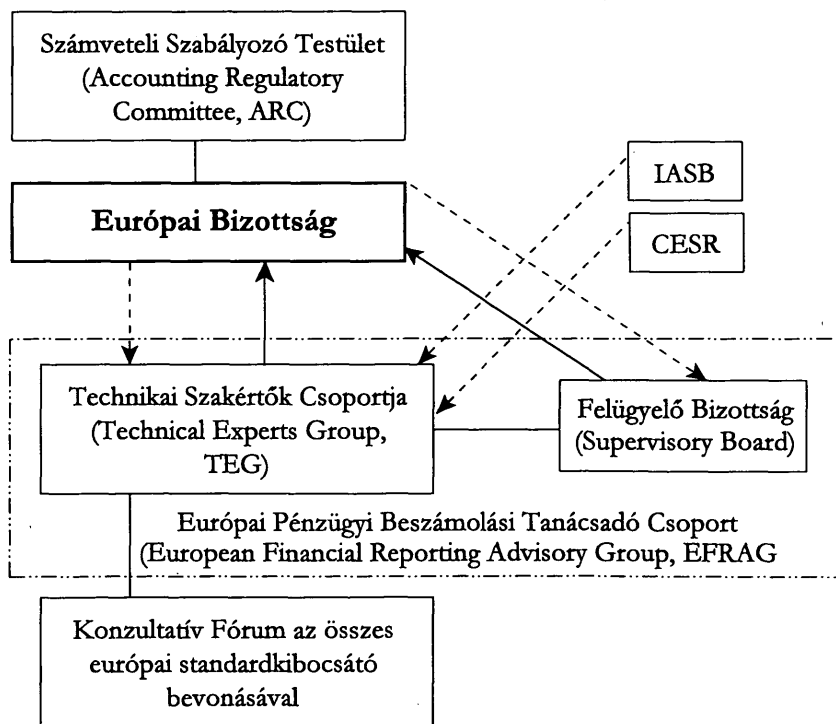
²³ Ennek eredménye a Számvitel–Adózás–Könyvvizsgálat folyóiratban, többrészes cikksorozatban magyarul is megjelent.

kaptak az átállásra 2007-ig, remélve, hogy addig a SEC esetleg elfogadja az IAS/IFRS szerinti beszámolót is. A rendelet lehetőséget biztosít a tagállamoknak, hogy kötelezően vagy lehetőségként kiterjesszék a standardok alapján történő beszámolást a tőzsdén nem jegyzett társaságok konszolidált beszámolóira, sőt az egyedi beszámolókra is. A rendelet szerint nem automatikus a standardok átvétele, hanem ún. befogadási mechanizmuson kell átesni minden standardnak. E szerint a Bizottság az alábbi feltételek teljesülése esetén fogadja be az egyes standardokat:

- feleljenek meg a megbízható és valós kép EU irányelveinek,
- legyenek szakmailag kifogástalanok,
- az európai társadalom javát szolgálják (ne ütközzön közérdekbe, ne legyenek túl bonyolultak).

A befogadási eljáráson átesett és így alkalmazandó standardokat a Bizottság rendeletben hirdeti ki. Az IAS rendelet megteremti a szervezeti kereteit is a fenti eljárás lebonyolításának, azzal, hogy létrehozza a Számviteli Szabályozó Testületet²⁴ és az Európai Pénzügyi Beszámolási Tanácsadó Csoportot²⁵. Az új eljárási rend a 2. ábrával szemléltethető.

2. ábra. A nemzetközi számviteli standardok EU befogadási mechanizmusa



Forrás: www.efrag.org

²⁴ Accounting Regulatory Committee, ARC

²⁵ European Financial Reporting Advisory Group, EFRAG

A standardok befogadásáról szóló végső (politikai) döntést a Bizottság hozza meg. Ebben a folyamatban a Számviteli Szabályozó Testület javaslatot fogalmaz meg az egyes standardok befogadásáról, a TEG pedig támogatást és szakértelmet biztosít az EU Bizottsága számára az ARC által befogadásra javasolt standardok kiértékelésében és a döntés meghozatalában. A TEG felügyeletét az Európai Bizottság, az IASB és a CESR²⁶ látja el.

Az új testület gyors munkát végzett, aminek eredményeképpen az 1725/2003. rendelettel az addig megjelent és hatályban lévő standardok és azok értelmezései befogadásra kerültek, és ezzel az európai jogrend részévé váltak, tehát kötelezően alkalmazandók az IAS rendeletben megfogalmazott vállalati kör számára. A pénzügyi instrumentumokról szóló standardok (32. és 39. IAS²⁷) tekintetében első körben nem tudtak megegyezni, így e két, komoly – esetenként politikai felhangokat sem nélkülöző – vitákat gerjesztő standard teljes körű befogadása még a mai napig sem történt meg. A döntés elhalasztásához nagyban hozzájárult az is, hogy folyamatban volt (és van) e standardok (a norwalki megállapodásból is eredő, konvergenciát segítő) felülvizsgálata. Komoly viták folynak az EU és az IASB között. Jól érzékelhetően az IASB két tűz közé került: egyik oldalról az EU, mint a legnagyobb egységes felhasználó jogosan követeli a nagyobb beleszólási lehetőséget a standardalkotás folyamatába. Másrészt viszont az IASB-nek meg kell felelnie a norwalki megállapodásban foglaltaknak is, annak érdekében, hogy az US SEC (esetleg) elfogadja a tőzsdei jegyzés feltételeként az IFRS szerinti beszámolót is.

5. A magyarországi hatások

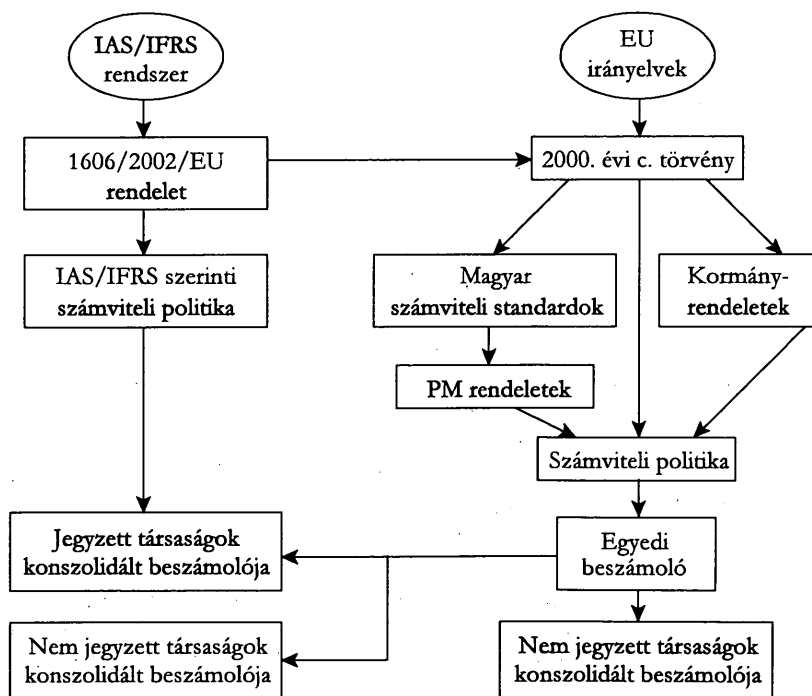
Az előzőekben felvázolt folyamatokból Magyarország sem vonhatta ki magát. Már az 1991-ben elfogadott számviteli törvény szövegezésére is jelentős hatást gyakorolt az Európai Unió számviteli szabályrendszere, amely a törvény jelentős számú módosítása során fokozatosan kiegészült a nemzetközi számviteli standardok egyes elvárásainak figyelembevételével is. A standardok hatása még inkább kimutatható az 1991-es törvényt felváltó 2000. évi C. törvény esetében, különösen a valós értékelésre vonatkozó szabályozásban, amely – a szűkszavú EU szabályozás miatt – a 39. IAS standard lényegének átvételével történt meg. Mindezek eredményeképpen a csatlakozással együtt járó, az EU számviteli szabályrendszerének hazai jogrendben történő megjelenése nem okozott különösebb nehézséget. A társaságok beszámolójára ható, a megváltozott feltételekhez igazodó szabályozási környezet (a 3. ábra alapján) az alábbiak szerint foglalható össze. Az IAS/IFRS rendszer közvetlenül és közvetetten is érezteti hatását a tagállamok – így Magyarország – számvitelére. Közvetlenül az IAS rendeleten keresztül, amikor a tőzsdén jegyzett társaságok konszolidált beszámolójának összeállításánál az IAS/IFRS-eket alkalmazni kell. A közvetett hatás oly módon érvényesül, hogy az irányelvek módosításánál jelentős mértékben figyelembe vették a standardok kapcsolódó előírásait a szabályozások közötti ellentmondások feloldása érdekében (lásd például a valós értékelésre vagy a beszámoló tartalmára vonatkozó módosításokat), ami – a tagállami adaptálási kötelezettség következtében – érezteti hatását

²⁶ A CESR (Committee of European Securities Regulators), az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottsága 2001-ben létesült, célja a közösségi szintű tőkepiaci szabályok kidolgozásában a Bizottság támogatása.

²⁷ IAS 32 Financial instruments: Disclosure and Presentation (Pénzügyi instrumentumok: Közvetítés és bemutatás), IAS 39 Financial instruments: Recognition and Measurement (Pénzügyi instrumentumok: Megjelenítés és értékelés)

a magyar számviteli jogrendben is. Duálissá vált a társaságok egyedi, illetve konszolidált beszámolójának szabályozása. A nem jegyzett társaságok konszolidált beszámolója tekintetében – a számviteli törvény által is biztosított választástól függően – az IAS rendelet (azaz az IAS/IFRS-ek kötelező alkalmazása) vagy a számviteli törvény az irányadó. Az egyedi beszámolók (ideértve a nemzetközi standardok szerint konszolidálandó társaságok egyedi beszámolóit is) összeállítása a számviteli törvény és az ehhez társuló kormányrendeletek, illetve a majdan megalkotásra kerülő magyar nemzeti számviteli standardok²⁸ (amelyeknek egyik célja az IAS/IFRS rendszerrel való összhang megteremtése) kihirdetéséről rendelkező pénzügyminiszteri rendeletek előírásai szerint megfogalmazott számviteli politika szerint történik. A konszolidált beszámolóknak minden esetben az így összeállított egyedi beszámolók lesznek az alapjai, viszont az IAS rendelet alapján az IAS/IFRS-ek szerint készülő konszolidált beszámolók összeállítása során a konszolidálási feladatok mellett el kell végezni azokat a módosításokat is, amelyek az IAS-k (az egyedi beszámolóknál alkalmazott szabályoktól) eltérő előírásaiból erednek (ez hasonló ahhoz az egységesítéshez, amit a számviteli törvény alapján a beszámolók összevonása előtt eddig is el kellett végezni).

3. ábra. A magyar társaságok beszámolási kötelezettségének szabályozási környezete



Forrás: saját szerkesztés

²⁸ A magyar számviteli standardokról, azok értelmezéseiről és a kapcsolódó eljárási rendről a 202/2003. Korm. rendelet rendelkezik.

6. Összegzés

A kontinentális (így a magyar) számviteli szabályozás hitelezővédelmet előtérbe helyező, óvatosság elvét hangsúlyozó, esetenként választási lehetősége(ke)t felvonultató szemléletmódjához képest alapvető változást hoz az IAS/IFRS rendszer tulajdonosi érdekeket szolgáló, a választási lehetőségeket drasztikusan lecsökkentő (sőt megszüntető) elveinek az adaptálása. A standardok esetében sokkal nagyobb hangsúlyt kap a részvényesek érdeke, akiknek nem önmagában az osztalék nagysága a lényeges, hanem sokkal inkább a vállalat tényleges értéke, illetve értéknövekedése. Ehhez viszont alapvető szempont a vállalati vagyron valós értéken való kimutatása, ami tág teret enged a nem realizált eredmény megjelenítésének. Az óvatosság elvének primátusa mellett ez csak nagyon kivételes esetekben történhet meg, ennek eredőjeként viszont a könyv szerinti saját tőkéből levezetett vállalatérték nagyságrendekkel eltér(het) például a tőzsdei értékitélet során kialakuló értéktől. Az átállás azon vállalatok esetében lesz egyszerű, amelyek eddig is készítettek konszolidált beszámolót az IAS szerint, számukra ez kifejezett előnnyel is jár, hiszen az eddigi gyakorlattal szemben nem kell a nemzeti szabályok szerint is konszolidálniuk, de az egyedi beszámolókat az arra irányadó szabályok szerint továbbra is el kell készíteniük. Ez a vállalati kör azonban csak a szerény kisebbséget jelenti, a nagyobb teher az új szabályozást először alkalmazók esetében várható. A 2005-ös dátum már egyértelműen beépült a tőkepiaci köztudatba, ám annál több a bizonytalanság a részletekben. A PriceWaterhouseCoopers 2004 tavaszán készített felmérése²⁹ szerint az érintett magyar vállalati körnek mindössze 15 %-a kezdte meg az érdemi felkészülést a váltásra. A gondokat tovább fokozza, hogy az első IAS-IFRS szerint készített beszámolóban az összehasonlítható (bázis) adatokat is fel kell tüntetni, ami praktikusán azt jelenti, hogy a 2004. évi beszámolást is érinti a változás. A folyamatban zavaró tényező a még be nem fogadott, de a pénzügyi eszközök elszámolásában szemléletbeli változást jelentő 39. IAS standard ügye, amelyek harmonizációs módosítása még nem jutott nyugvópontra. A tanulmány zárásakor³⁰ ismert legfrissebb fejlemény szerint az ARC javasolja a Bizottságnak a standard részleges bevezetését. Tisztázatlan még a befogadást követő standardmódosítások és az IFRS-k helyzete is. A végső döntés sokáig nem halogatható, mert 2005-től alkalmazni kell a teljes normarendszert az EU-ban az 1. IFRS előírásainak megfelelően, amelynek európai befogadása 2004-ben megtörtént (707/2004. rendelet)³¹.

Az IFRS rendszer nem váltja fel az EU eddig meghozott számviteli szabályait, azok továbbra is érvényesek és alkalmazandók, hiszen a statisztikák szerint közösségi szinten csak kb. 7.000 vállalatot érint a változás, az összes többi vállalat esetében a korábbiakban ismertett előírások továbbra is érvényesek. Annak érdekében, hogy az irányelvekben foglalt előírások minél kevesebb gondot okozzanak a standardok alkalmazásában, módosították az irányelveket is³², megvalósítva ezzel az irányelvek és az IAS-ek közötti konvergenciát. Így az IAS rendelet hatálya alá nem tartozó vállalatok esetében is egyre több területen alkalmazhatnak az IAS/IFRS rendszer előírásaival, a standardok közvetlen alkalmazása nélkül is.

²⁹ www.mfor.hu/Hirek/hiradatok.php?id=6159

³⁰ 2004. 11. 20.

³¹ A tanulmány zárása utáni információ, hogy a standardmódosítások és a 2. IFRS kivételével a 2003-ban kiadott új standardok befogadása is megtörtént.

³² Lásd a 2003/51/EK irányelvet.

Felhasznált irodalom

- Epstein, B. – Mirza, A. 2003: *Nemzetközi számviteli standardok*. Perfekt Rt, Budapest
- Herdman, R. 2002: *Moving Toward the Globalization of Accounting Standards*. www.sec.gov/news/speech/spch554.htm, letöltve 2004. 07. 06.
- IASCF 2003: *Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok*. Magyar Számvitel Fejlesztéséért Alapítvány, Budapest
- Kapásiné B. M. 2004: *Az Európai Unió számviteli elvárásai*. SALDO Rt, Budapest
- Kapásiné B. M. – Pankucsi Z. 2003: *Számvitel az Európai Unióban és Magyarországon*. Miniszterelnöki Hivatal, Budapest
- Róth J. (szerk.) 2004: *Mérlegképes továbbképzés*. MKVKOK, Budapest
- Szirmai A. – Matukovics G. 2003–2004: *LAS versus US GAAP*. Verlag Dashöfer Kft, Budapest
- Számvitel–Adózás–Könyvvizsgálat (SZAKma)* folyóirat 2001–2002–2003–2004. évi számai
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/accounting/index_en.htm
- www.iasb.org.uk
- www.p-m.hu
- www.efrag.org
- www.mfor.hu

Bázel II. és granularitás

Janeckó Balázs*

A tanulmánynak nem célja, hogy szabályozói szempontból bemutassa a Bázel II. tőkeegyezmény legfontosabb elveit (pl. három pillér, választható módszerek, kockázatkezelési folyamatok, stb.), célkitűzéseit, leglényegesebb pontjait. A téma részletes kifejtése megtalálható a Bázei Bizottság honlapján (www.bis.org), ahonnan maga az új tőkeegyezmény tervezet is letölthető, továbbá a PSZÁF (www.pszaf.hu) Bázel II. oldalán, ahol nagyon hasznos útmutatók, magyar fordítások találhatók, illetve hasznos linkek is elérhetőek például az EU Bázel II. anyagot leképező direktíva tervezetéhez. Jelen cikkben az általános megállapítások helyett a Bázel II. új szabálytervezet mögöttes közgazdasági, matematikai hátterét, modelljét fogom elemezni, továbbá felvázolom a Bázel II.-ből kimaradó koncentrációs kockázatok figyelembevételének is egy egyszerű módját.

Kulcsszavak: Bázel II., prudens működés, granularitás

1. Bevezetés

Egy bank prudens, ugyanakkor optimális tőkegazdálkodású működéséhez elengedhetetlen, hogy tőkeellátottsága közgazdasági értelemben megfelelő legyen, és a tőkét tevékenységei között optimális módon allokálja. Egy bank tőkeellátottsága akkor mondható megfelelőnek, ha a tőkéje egy előre meghatározott biztonsági szinten fedezi az éven belül (vagy egyéb időtávon) várható maximális hitelezési veszteségeket¹ [ez a hitelezési kockázatotott érték (*Credit Value at Risk*)].

A biztonsági szint egy lehetséges meghatározási módja lehet, hogy a bank rögzíti a saját elérendő hiteladós minősítését (például a Moody's Aa minősítését), és ezután megcélozza az ehhez a minősítéshez tartozó default valószínűséget (például 99,97 százalékot). Ilyen historikus alapú rating-csődvalószínűség táblázatokat olvashatunk például az évente megjelenő Moody's tanulmányban (*Moody's* 2001).

Tőkeallokáció alatt azt a folyamatot értjük, amikor egy bank meghatározza, hogy az egyes tevékenységei (például üzletágai, régiói, a hitelek egyes iparági szegmensei) milyen mértékben járulnak hozzá a teljes hitelkockázathoz (a tőkeallokációs problémát számos cikk tárgyalja, pl. *Hallerbach* (1999), *Tasche* (1999)), és így ki lehet alakítani a közgazdasági tőkeköltséget is figyelembe vevő teljesítményértékelési rendszert. A hatékonyabb részterületek dinamikusabb növelésével, illetve a kockázatok figyelembe vétele után kevésbé profitábilis

* Janeckó Balázs, főosztályvezető, Raiffeisen Bank Rt. (Budapest)

¹ A tőke a hitelezési veszteségeken felül még egyéb kockázatokat is fedez, például a piaci és működési kockázatokból származó veszteségeket.

tevékenységének visszafogásával maximalizálható a bank egészének hozzáadott gazdasági értéke (a tiszta profit).

Egy bank hatékony működésének megteremtésében tehát alapvető fontosságú a teljes banki portfólió kockázatának és az alportfóliók kockázati hozzájárulásainak meghatározása.

A portfóliószemléletű hitelkockázati modellek lényege abban áll, hogy egy részportfólió (tevékenység, üzletág) vagy akár egyetlen tetszőleges hitel kockázati hozzájárulása sem független az egész portfólió összetételétől. Ennek egyszerűen az a magyarázata, hogy az egyes vállalatok csődfolyamatai összefüggnek (korrelálnak) egymással. A korrelációkból következik az is, hogy a teljes portfólió kockázata általában kisebb, mint az egyedi kockázatok összege, azaz a portfólió kockázatában diverzifikációs hatás lép fel.

Az új Bázeli II. Tőkeegyezmény (*Basel Committee on Banking Supervision* 2003) a belső minősítésen alapuló módszerében (*IRB Approach: Internal Ratings Based Approach*) az egyes ügyletek tőkeigényét egy kötelezően alkalmazandó képlettel határozza meg, amelyben csak az adott ügylet és ügyfél kockázati paraméterei szerepelnek. Egy ilyen formula létezéséből látszólag következik, hogy a mögöttes közgazdasági elmélet nem tükrözhet portfóliószemléletet, hiszen akkor egy adott ügylet tőkekövetelménye nem lehetne portfólió-invariáns, azaz független a portfóliót alkotó többi kintlevőség jellemzőitől. A cikkben bemutatom, hogy e következtetés ellenére az IRB módszer mögött ténylegesen egy egyszerűsített portfólió-szemléletű hitelkockázat modellezés húzódik meg.

2. Az IRB módszer matematikája

Ebben a részben részletes levezetést adok a Bázeli II. IRB módszerénél alkalmazott ügyfélkockázati súly képletének meghatározására. Az IRB matematikai háttérével számos cikk foglalkozik (*Gordy* 2001, *Wilde* 2001).

A teljes portfólión realizálódó veszteség a portfólió elemeken realizálódható veszteségek összegeként fejezhető ki:

$$L = \sum_A L_A I_A,$$

ahol I_A egy bináris kimenetű véletlen érték (az A adós csődindikátor függvénye):

$$I_A = \begin{cases} 1, & \text{ha } A \text{ defaultba kerül} \\ 0, & \text{egyébként} \end{cases}$$

és L_A természetesen az A adós csődje esetén realizálódó veszteség, azaz a kihelyezés mögé elhelyezett biztosítéki értékekkel korrigált veszteség értéke. Bázeli II. terminológiában L_A a kockázatos kihelyezés (EAD, *Exposure at Default*) és a fedezetlen kintlevőség hányadot megadó veszteség ráta (LGD, *Loss Given Default*) szorzata.

Az L hitelkockázati veszteség tehát egy valószínűségi változó, statisztikai tulajdonságainak leírásához első lépésben a két legелемebb jellemzőjét: a várható értékét és a szórását határozzuk meg.

Tegyük fel, hogy minden adósra meghatározható egy hosszú távú, átlagos (feltétel nélküli, *unconditional*) csődvalószínűség. Bizonyos adósminősítési (rating) kategóriákban például historikus adatgyűjtés segítségével lehet elemezni az éves nemfizetési gyakoriságokat:

$$\Pr(I_A = 1) = \bar{p}_A.$$

Bázeli II. szóhasználatában ezt a hosszú távú nemteljesítési valószínűséget jelöli a PD (*Probability of Default*) rövidítés. Minimum követelmény, hogy legalább 5 év historikus ta-

pasztalatai alapján kell a Bázel II-t alkalmazó bankoknak PD-t becsülni, tehát valóban hosszú távú, átlagos PD becslést kell alkalmazni.

Egy adott makroökonómia konjunkturális helyzetben a tényleges csődgyakoriság eltér a hosszú távú átlagos értéktől. Jelöljük a feltételes csődvalószínűséget a következő módon:

$$\Pr(I_A = 1 | X) = p_A(X),$$

ahol X , a csődvalószínűséget befolyásoló tényezők, faktorok véletlen vektorát jelöli. Bázel II. feltételezi, hogy a biztosítéki érték ingadozás nem függ a makrohelyzettől, és még ennél is továbbmenve, hogy L_A és I_A független valószínűségi változók (ez lényegében a csőd és biztosítéki egyedi kockázatok függetlenségét is jelenti). Megjegyzem, hogy ez a leegyszerűsítés elvileg hibás és felesleges is mivel a biztosítékok értéke egyrészt érzékeny a makrokörnyezetre – gondoljunk csak pl. az ingatlanpiaci árak alakulására –, másrészt a „csődfedezet korreláció” matematikailag könnyen kezelhető is lenne, lsd. pl. *Burgisser-Kurth-Wagner* (1999, 2001), *Frey* (2000a, 2000b), *Janecskó* (2002).

Az A adós csődje esetén a keletkező veszteség várható értéke:

$$E(L_A) = \bar{L}_A.$$

A teljes veszteség feltételes várható értéke, kihasználva tehát a biztosítéki értékek konjunktúra-függetlenségét (azaz L_A és I_A függetlenségét) a következőképpen származtatható:

$$E(L | X) = E\left(\sum_A L_A I_A(X)\right) = \sum_A E(L_A I_A(X)) = \sum_A E(L_A) E(I_A | X) = \sum_A \bar{L}_A p_A(X)$$

Röviden tehát:

$$E(L | X) = \sum_A \bar{L}_A p_A(X)$$

A teljes veszteség feltételes szórásnégyzetének kiszámításakor kihasználjuk, hogy X ismeretében a csődinidőjel függvények is függetlenek:

$$\sigma^2(L | X) = \sigma^2\left(\sum_A L_A I_A(X)\right) = \sum_A \sigma^2(L_A I_A(X))$$

A szórásnégyzet definíciója szerint:

$$\sigma^2(L_A I_A(X)) = E(L_A^2 I_A^2(X)) - E^2(L_A I_A(X))$$

Újra felhasználva L_A és I_A függetlenségét a négyzetes tag várható értéke a következő levezetéssel adódik:

$$E(L_A^2 I_A^2(X)) = E(L_A^2) E(I_A^2(X)) = \{\sigma^2(L_A) + \bar{L}_A^2\} [p_A(X) \cdot 1^2 + (1 - p_A(X)) \cdot 0^2]$$

A várható érték négyzete triviálisan számolható:

$$E^2(L_A I_A(X)) = E^2(L_A) E^2(I_A | X) = \bar{L}_A^2 p_A^2(X)$$

Mindezen számítások alapján tehát a teljes veszteség feltételes szórásnégyzetére a következő formula adódik:

$$\sigma^2(L | X) = \sum_A \bar{L}_A^2 \left\{ p_A(X)(1 - p_A(X)) + p_A(X) \underbrace{\left(\frac{\sigma(L_A)}{\bar{L}_A} \right)^2}_{\sigma^2(L_A)} \right\}$$

Egy ismert valószínűség-számítási tétel szerint a feltétel nélküli veszteség szórásnégyzete felírható a feltételes szórásnégyzet várható értékének (ez a tag az idioszinkratikus (egyedi, vagy diverzifikálható) kockázatokat képviseli) és a feltételes várható érték szórásnégyzetének összegeként (ez a tag a szisztematikus, nem diverzifikálható kockázatot jeleníti meg):

$$\sigma^2(L) = \underbrace{E[\sigma^2(L|X)]}_{\sigma_{\text{DIV}}^2} + \underbrace{\sigma^2(E(L|X))}_{\sigma_{\text{SYS}}^2}$$

Ezen állítás matematikai bizonyítását lábjegyzetben adjuk meg². Eddig a pontig tehát sikerült meghatározni a veszteség várható értékét és szórását.

Az egyedi kockázatok (aszimptotikusan) végtelenül finoman szemcsézett portfólióbeli diverzifikálódása viszonylag könnyen belátható (ld. *Burgisser–Kurth–Wagner* (2001) vagy *Wilde* (2001)), mivel a nem szisztematikus és a szisztematikus varianciák aránya a portfólió elemszámával fordítottan arányosan alakul (ui. $\sigma_{\text{DIV}}^2 \propto N$ és $\sigma_{\text{SYS}}^2 \propto N^2$). Az elhanyagolás pontos feltételeit a következő fejezetben fejtem ki. Emiatt lényegében a veszteség valószínűségi leírása teljes egészében a veszteség feltételes várható értékének (azaz a szisztematikus veszteség) vizsgálatával ragadható meg³:

$$L \approx E(L|X).$$

Ez tehát azt jelenti, hogy a veszteség valószínűségi jellege kizárólag a makrofaktor véletlenszerűségéből fakad. Mivel a csődvalószínűség a konjunktúra faktor monoton csökkenő függvénye, ezért a feltétel nélküli veszteség percentilisének meghatározásakor a következő összefüggés alkalmazható:

$$\text{VaR}_q = \text{VaR}_q(E(L|X)) = E(L | \text{VaR}_q(X)) = \sum_A \bar{L}_A p_A(\text{VaR}_q(X))$$

Ezzel a q biztonsági szinten meghatározott közgazdasági (és egyben szabályozói) tőkeigényt felírtuk az egyes adósokra vonatkozó tőkeigények összegeként. Külön is kiírható tehát az A adós szisztematikus kockázati hozzájárulása:

$$S_A = \bar{L}_A p_A(\text{VaR}_q(X))$$

Látható, hogy a tőkekövetelmény a csőd esetén várható veszteség ($EAD \times LGD$) és egy ügyfélkockázati súly szorzataként áll tehát elő. A Bázis II. tervezetben a kockázati súly (RW, risk weight) ezen ügyfélkockázati súly 8 százalékkal osztott értéke, mivel a szabályozói logikában (Bázis I hagyományai alapján) a tőkekövetelmény a kockázattal súlyozott eszközérték 8 százaléka. Az RW-t tehát a következő képlet határozza meg:

$$RW_A = 12.5 \cdot p_A(\text{VaR}_q(X))$$

Ezen a ponton a továbblépéshez a feltételes csődvalószínűség képletét kell kibontanunk. A Bázis II. modellben feltételezik, hogy az X makrofaktor standard normális eloszlást követ, és az A adós fizetési képesség folyamata (amelyet y_A -val jelölünk) $\sqrt{\varrho_A}$ értékben korrelál X -vel és szintén standard normális eloszlást követ:

² $E[\sigma^2(L|X)] + \sigma^2(E(L|X)) = E_X[E_L(L^2|X) - E_L^2(L|X)] + E_X[E_L^2(L|X) - E_L^2(E(L|X))] = E_X[E_L(L^2|X)] - [E_L^2(E(L|X))] = E(L^2) - E^2(L) = \sigma^2(L)$

³ Pontosabban az látható, hogy a portfólió veszteség szórása megegyezik a feltételes várható érték szórásával. Ez még nem jelenti az eloszlások egyezőségét is, ugyanakkor belátható, hogy ez is teljesül. Ennek részletes levezetését pl. a *Gordy* (2001) cikkben olvashatjuk.

$$y_A = \sqrt{\varrho_A} X + \sqrt{1 - \varrho_A} \varepsilon$$

Szokás a fizetési képesség folyamat helyett az A adós vállalati eszközérték folyamata-ról beszélni (Gupton–Finger–Bhatia 1997). A modell szerint, ha a fizetési képesség (az eszközérték) egy bizonyos küszöbérték (az idegen források értéke) alá esik, akkor az adós csődbe jut. A küszöbértéket a hosszú távú (átlagos) feltétel nélküli csődvalószínűség alapján lehet meghatározni:

$$\Pr(y_A < K) = \bar{p}_A$$

Mivel a fizetési képesség folyamat standard normális eloszlású, ezért a K küszöbérték kifejezhető az inverz kumulatív standard eloszlásfüggvény segítségével:

$$K = \Phi^{-1}(\bar{p}_A)$$

Egy konkrét makrofaktor realizáció esetén a fizetőképességi folyamatot már csak az ε egyedi véletlen (idioszinkratikus vagy szerencse) faktor alakítja, amelynek eloszlása szintén standard normális és természetesen független a szisztematikus faktortól. Tehát egy konkrét makrokörnyezetben a csőd akkor következik be, ha az egyedi faktor ingadozása a fizetőképességi értéket a csődküszöb alá téríti. Ez alapján a feltételes csődvalószínűség levezetése a következő lesz:

$$p_A(X) = \Pr(y_A(X) < K) = \Pr(\sqrt{\varrho_A} X + \sqrt{1 - \varrho_A} \varepsilon < \Phi^{-1}(\bar{p}_A)) = \Pr\left(\varepsilon < \frac{\Phi^{-1}(\bar{p}_A) - \sqrt{\varrho_A} X}{\sqrt{1 - \varrho_A}}\right)$$

és mivel ε standard normális eloszlású, ezért a jobb szélső valószínűség felírható a kumulatív standard normális eloszlás segítségével:

$$p_A(X) = \Phi\left(\frac{\Phi^{-1}(\bar{p}_A) - \sqrt{\varrho_A} X}{\sqrt{1 - \varrho_A}}\right)$$

A konjunktúra mutató magas értékei esetén a képletből jól láthatólag csökken a csőd valószínűsége. Korábban láttuk, hogy a Bázel II. anyag kockázati súlyfüggvénye lényegében egy magas q biztonsággal a maximális csődvalószínűség értékre van beállítva. A makrofaktor percentiliséit szintén az inverz standard normális eloszlásból számolhatjuk ki:

$$\text{VaR}_q(X) = \Phi^{-1}(1 - q)$$

Mindezeket felhasználva a fedezetlen kintlevőség (LGD EAD) százalékában kifejezett tőkekövetelmény (CR, *Capital Requirement*) matematikai formulája a következőképpen számolható:

$$\text{CR}_A = \Phi\left(\frac{\Phi^{-1}(\bar{p}_A) - \sqrt{\varrho_A} \Phi^{-1}(1 - q)}{\sqrt{1 - \varrho_A}}\right)$$

A bázeli ajánlás a q biztonsági szintet egységesen (minden ügyfélre) 99,9 százalékos értékre állítja be. Érdekes, hogy ezzel a szabályozás lényegében a bankok kockázatosságát egységesíti, hiszen a fenti szabályok szerint megképzett tőkével rendelkező bankok csőd-

valószínűsége egységesen 0,1 százalék lenne. Nyilván a bankok kockázatossága közötti különbséget az okozhatja, ha a jogszabályi minimumnál több tőkét képeznek meg.

A bázeli tervezetben a fizetőképességi (vagy eszközérték) folyamat leírásában alkalmazott korreláció értéke általában nem állandó, hanem függ a becsült feltétel nélküli \bar{p}_A csődvalószínűség értékétől⁴. A korreláció, amely a szisztematikus kockázatnak való kitettséget kvantifikálja eltérő a különböző ügyfél típusoknál. Például nagyvállalatokra 24 százalékról 12 százalékra csökkenhet a csődvalószínűség 0 százalékról 100 százalékra növelése során. Ez azt jelenti, hogy a hosszú távú csődvalószínűség romlása a makrogazdasági helyzetre való érzékenységet csökkenti, tehát Bazel II. feltételezése szerint a nagyon jó ratingelésű cégek érzékenyebben reagálnak a konjunkturális ingadozásokra, mint a rosszabb besorolású vállalatok. A PD növekedése okozta tőkekövetelmény növekedést tehát bizonyos mértékben a szisztematikus kockázati faktorra vonatkozó korrelációs tényező csökkenése kompenzálja (egy dekonjunkturális helyzetben ez éppenséggel a szabályozás prociklikusságát tompíthatja). A kis és közepes vállalatoknál (ahol az éves árbevétel 50 millió EUR alatt marad) a korrelációs tényező értékét még a vállalat mérete is befolyásolja. A korrelációs tényező kiigazítására (csökkentésére) az 5 millió EUR árbevétel küszöbíg van lehetőség, további árbevétel csökkenés már nem vehető figyelembe a korrelációs faktor csökkentésében. A küszöbértéknél ϱ_A 20 százalékról maximum 8 százalékig tud lecsökkenni a csődvalószínűség emelkedésével. A lakossági jelzálog hiteleknel konstans 15 százalékos korrelációs értéket helyettesítenek a kockázati súlyfüggvénybe. A megújuló lakossági hitelek esetén 11 százalék és 2 százalék, az egyéb lakossági hiteleknel, pl. a személyi kölcsönöknél 17 százalék és 2 százalék közötti értéket vehet fel a korreláció. Érdekességgént itt még újra kiemelném, hogy a fizetési képesség folyamat és a szisztematikus faktor közötti tényleges korreláció e most megadott korrelációs paraméterek négyzetgyökeként adódik (pl. a 24%-os nagyvállalati felső küszöb valójában $\sqrt{24\%} = 49\%$ -os eszközérték-makrofaktor korrelációt takar!).

Összefoglalva tehát a kockázati súlyfüggvény az adós (feltétel nélküli) csődvalószínűségétől, a biztonsági szinttől és a makroérzékenységet mérő korrelációs faktortól függ. Ezen túlmenően a bázeli szabályozásban még egy paraméter: a kintlevőség futamideje is szerepel, ennek bevezetése azonban nem modellen, hanem empirikus, ad-hoc érték beállításán alapul (alap esetben a 2,5 éves lejáratot feltételezik). A tőkekövetelmény lejárati idő szerinti alakulását részletesen *Kalkbrenner–Overbeck* (2002) vizsgálták.

⁴ A korrelációs függvény bázeli alakja leginkább politikai alkufolyamat mintsem tudományos megfontolások eredménye, bár bizonyos kvalitatív érvelés hozzárendelhető. A bázeli korrelációs értékek valójában egy nagyságrenddel nagyobbak az empirikusan mérhető értékeknél (ld. *Hamerle–Liebig–Rösch* 2003). A legáltalánosabb, vállalati méretkorrekciót is tartalmazó felírás a következő:

$$\varrho = \varrho_1 \frac{1 - e^{-50\bar{p}}}{1 - e^{-50}} + \varrho_2 \left(1 - \frac{1 - e^{-50\bar{p}}}{1 - e^{-50}} \right) - 0.04 \left(1 - \frac{\min(50, \max(5, S)) - 5}{45} \right), \text{ ahol } S \text{ a vállalat éves árbevétele mil-}$$

lió euróban megadva és ϱ_1, ϱ_2 a lehetséges korrelációs tartomány végpontjai. A képlet nagyon pontos közelítéssel az alábbi egyszerűbb alakban is felírható:

$$\varrho \approx \varrho_1 + (\varrho_2 - \varrho_1) e^{-50\bar{p}} - 0.04 \left(1 - \frac{\min(50, \max(5, S)) - 5}{45} \right). \text{ Az SME szegmensben a nagyvállalatokhoz ké}$$

pest az elérhető legnagyobb vállalatméret alapú korreláció redukció mértéke tehát 4%.

3. Szisztematikus vs. egyedi kockázatok

Az egyedi kockázat elhanyagolása a kockázat alulbecsléséhez vezet, ezért fontos pontosan is megvizsgálni, hogy melyek az elhanyagolás lényeges kritériumai. A tőkeegyezmény második konzultációs anyagában még szerepelt az ún. granularitási korrekciós tag, amellyel éppen az elhanyagolás okozta hibát próbálták korrigálni. Érdekes, hogy a harmadik konzultációs anyagban a korrekciós tag alkalmazásának követelménye már nem jelenik meg. Ennek okaként leginkább a korrekciós képlet bonyolultságára szoktak hivatkozni. Az USA-ban a korrekciós tag alkalmazása azonban továbbra is kötelező marad.

A következő számítások segítségével megvizsgáljuk a nem szisztematikus kockázat diverzifikálódásának feltételeit. Először az előző pontban már felírt egyedi varianciát számoljuk végig:

$$\begin{aligned}\sigma_{\text{Div}}^2 &= E[\sigma^2(L|X)] = E\left[\sum_A \bar{L}_A^2 \left\{ p_A(X)(1-p_A(X)) + p_A(X)\tilde{\sigma}^2(L_A) \right\}\right] = \\ &= \sum_A \bar{L}_A^2 E\left\{ p_A(X) - p_A^2(X) + p_A(X)\tilde{\sigma}^2(L_A) \right\} = \sum_A \bar{L}_A^2 \left\{ \bar{p}_A(1 + \tilde{\sigma}^2(L_A) - \bar{p}_A) - \sigma^2(p_A) \right\}\end{aligned}$$

Második lépésben a szisztematikus varianciát fejtjük ki részletesebben:

$$\sigma_{\text{Sys}}^2 = \sigma^2(E(L|X)) = \sigma^2\left(\sum_A \bar{L}_A p_A(X)\right) = \sum_A \sum_B \bar{L}_A \bar{L}_B \text{COV}(p_A, p_B)$$

Ha N jelöli a portfólió elemszámát (azaz az adósok számát), akkor a részletes felírásokból látszik, hogy az egyedi variancia valóban (egyszeres összegzésként) N -nel, míg a szisztematikus szórásnégyzet (a kettős összegző formula miatt) N^2 -tel arányos. Ha tehát N tetszőlegesen nagy lehetne, akkor biztos, hogy a kifejezésekben szereplő konstansoktól függetlenül az idioszinkratikus tag elhanyagolhatóvá válna. A valóságos portfóliókban természetesen az elemszám nem végtelen nagy, ezért szükséges a szummákban szereplő konstansok vizsgálata is.

Bár tudjuk, hogy a portfólión keletkező teljes veszteség szórása önmagában nem jó kockázati mérték, de a későbbiekben kiderül, hogy bizonyos feltételezések mellett felhasználhatjuk szofisztikált kockázati mértékek becslésére is. Ezen túl Bázel II. követelmény is, hogy a megújuló lakossági termékek esetében (hitelkártya, folyószámla-hitel) a bankoknak meg kell becsülniük a szórást, ui. bizonyos tőkekövetelmény kedvezmények igénybevételéhez (ez maximum a várható veszteség 75 százaléka lehet) igazolni kell, hogy a jövőbeni kockázati felár bevétel (FMI: *Future Margin Income*) több mint kétszer a veszteség szórásával meghaladja a várható veszteséget. E fejezetben „receptet” adok a szórás Bázel II. konzisztens meghatározására.

A második képletből jól látható, hogy a szisztematikus kockázat lényegében a csődvalószínűségek kovarianciájából fakad, tehát abból, hogy a szisztematikus kockázati faktorra a csődvalószínűségek összefüggő módon reagálnak. A következőekben kiszámoljuk a kovarianciákat az eddig megismert egyfaktoros CreditMetrics (*Gupton–Finger–Bhatia* 1997), továbbá az egyfaktoros CreditRisk+ (CR+) modell (*Credit Suisse Financial Products* 1997) feltevései mellett. A CR+ a CreditMetrics portfóliószemléletű hitelkockázati modell mellett a másik, a világon leginkább elterjedt aktuárius szemléletű portfólió-modell.

Az egyfaktoros CR+ modellben a csődvalószínűség mint valószínűségi változó a következőképpen írható fel:

$$p_A(X) = \bar{p}_A [w_A X + 1 - w_A],$$

ahol az X egy várható értékű, és $\sigma(X)$ szórású Gamma eloszlású szisztematikus kockázati faktor. Könnyen látható, hogy a csődvalószínűség szórása arányos a csődvalószínűséggel, annak $a_A = w_A \sigma(X)$ -szorosa:

$$\sigma(p_A) = w_A \sigma(X) \bar{p}_A.$$

A w_A paraméter a szektor súly (vagy szisztematikus faktor súly), 0 és 1 közötti értéket vehet fel és a vállalat csődvalószínűségének a szisztematikus kockázati faktorra való érzékenységét méri (Janecsó 2002).

A CR+ technikai dokumentációjában a értékét tapasztalati számok alapján 2-re állítják be. Gordy (2000) cikkében található egy táblázat, amelyben empirikus a értékek szerepelnek. Itt az a értékek S&P rating kategóriáinként vannak meghatározva:

1. táblázat. S&P ratingek, csődvalószínűségek és volatilitás szorzók

S&P Rating	P	$\alpha = \frac{\sigma(p)}{p}$
AAA	0,01%	1,4
AA	0,02%	1,4
A	0,06%	1,2
BBB	0,18%	0,4
BB	1,06%	1,1
B	4,94%	0,55
CCC	19,14%	0,4

Forrás: Gordy (2000), Gupton-Finger-Bhatia (1997)

Két adós csődvalószínűségének kovarianciája megegyezik a két szórás szorzatával, mivel az egyfaktoros modellben a csődvalószínűségek korrelációja 1 (tökéletesen korrelálnak a csődvalószínűségek, ugyanis egyetlen közös szisztematikus kockázati faktor determinálja az értékeiket):

$$COV(p_A, p_B) = \bar{p}_A \bar{p}_B a_A a_B.$$

Az egyfaktoros CreditMetrics modellben a csődvalószínűségek kovarianciájának meghatározása valamivel bonyolultabb. A levezetésben Gordy (2000) cikkének függelékében található trükköt alkalmazzuk. Amennyiben ismerjük a szisztematikus kockázati faktor értékét, akkor az együttes csőd (dupla-default) valószínűségét a következőképpen írhatjuk fel:

$$\Pr(y_A(X) < \Phi^{-1}(p_A), y_B(X) < \Phi^{-1}(\bar{p}_B)) = p_A(X) p_B(X),$$

mivel X ismeretében a fizetési képesség folyamatok csak idioszinkratikus kockázatokot hordoznak magukban, tehát függetlenek. A kovarianciát definíciója alapján e képlet bal oldalának várható érték képzésével határozzuk meg, ugyanis:

$$COV(p_A, p_B) = E[p_A(X) p_B(X)] - \bar{p}_A \bar{p}_B.$$

Mivel az y_A és y_B eszközérték folyamatok standard normális eloszlásúak és közöttük a korreláció értéke $\sqrt{\varrho_A \varrho_B}$ ⁵, továbbá feltételezve, hogy a fizetési folyamatok együttes eloszlása is kétváltozós normális eloszlású⁶ a kovarianciára a következő kifejezés adódik:

$$\text{COV}(p_A, p_B) = F\left(\Phi^{-1}(\bar{p}_A), \Phi^{-1}(\bar{p}_B), \sqrt{\varrho_A \varrho_B}\right) - \bar{p}_A, \bar{p}_B,$$

ahol $F(x_1, x_2, r)$ a kétváltozós kumulált standard normális eloszlás r korrelációs paraméterrel⁷. Látható, hogy amíg a CreditMetrics modellben a csődvalószínűségek kovarianciájára viszonylag bonyolult kifejezés adódott (pl. standard Excel függvény nem létezik rá), addig a CreditRisk+ modellben egyszerű a számolás. Nem véletlen, hogy a Bázel II. korábbi verziójában is a granularitási korrekció meghatározásához áttértek a CreditRisk+ metodikájára. Ha az IRB módszer (CreditMetrics alapú) korrelációs paraméterével konzisztensek akarunk maradni, akkor pl. α_A (CreditRisk+) paramétert megválaszthatjuk úgy, hogy az A adós csődvalószínűségének varianciájára mindkét modellben ugyanaz az érték adódjon:

$$\alpha_A = \sqrt{\frac{F\left(\Phi^{-1}(\bar{p}_A), \Phi^{-1}(\bar{p}_A), Y_A\right) - \bar{p}_A^2}{\bar{p}_A^2}}$$

Eddigi eredményeink alapján most már felírhatjuk a diverzifikálható és szisztematikus szórások hányadosát:

$$\frac{\sigma_{\text{DIV}}}{\sigma_{\text{SYS}}} = \frac{\sqrt{\sum_A \bar{L}_A^2 \left\{ \bar{p}_A \left(1 - \bar{p}_A \left(1 - \tilde{\sigma}^2(L_A) + \alpha_A^2 \right) \right) \right\}}}{\sum_A \sum_B \bar{L}_A \bar{L}_B \bar{p}_A \bar{p}_B \alpha_A \alpha_B}$$

Itt további egyszerűsítésként feltételezem, hogy az LGD x EAD paraméter szórása elhanyagolhatóan kicsi a várható értéke körül:

$$\tilde{\sigma}^2(L_A) = 0.$$

Feltételezve a homogenitást, azaz, hogy minden adós azonos (feltétel nélküli) csődvalószínűségű, tehát:

⁵ Ez az összefüggés triviálisan adódik abból, ha két eszközérték folyamatot összeszorunk, és képezzük a várható értéket.

⁶ Megjegyzem, hogy az együttes eloszlás normalitása nem következik semmiből, általánosságban a marginális eloszlásokból kopulák segítségével lehet együttes eloszlásfüggvényeket konstruálni, lsd. pl. az Embrechts–Kluppelberg–Mikosch (1997) könyvben.

⁷ Lsd. pl. Pál (1995) 301. oldal: $F(y_1, y_2, r) = \frac{1}{2\pi\sqrt{1-r^2}} \int_{-\infty}^{y_1} \int_{-\infty}^{y_2} e^{\frac{x_1^2 - 2rx_1x_2 + x_2^2}{2(1-r^2)}} dx_1 dx_2$ A konkrét számításokat

MATLAB-ban a DBLQUAD numerikus kettős integrálás segítségével végeztem el, az integrálás alsó határát -5-re választottam, mivel a korreláció értékétől függetlenül a standard 2 dimenziós normális eloszlás -5 és 5 között már nagy pontossággal egyre normált.

$$\forall A\text{-ra } \bar{p}_A = p$$

a variancia kifejezések a következő alakra egyszerűsödnek.

$$\sigma_{\text{DIV}}^2 = p(1 - p(1 + \alpha^2)) \sum_A \bar{L}_A^2$$

$$\sigma_{\text{SYS}}^2 = p^2 \alpha^2 \sum_A \sum_B \bar{L}_A \bar{L}_B$$

A szórások aránya tehát:

$$\frac{\sigma_{\text{DIV}}}{\sigma_{\text{SYS}}} = \sqrt{\frac{(1 - p(1 + \alpha^2)) \sum_A \bar{L}_A^2}{p \alpha^2 \sum_A \sum_B \bar{L}_A \bar{L}_B}}$$

Még tovább egyszerűsítve a hányadost feltételezem, hogy minden kintlevőség azonos nagyságú, vagyis:

$$\forall A\text{-ra } \bar{L}_A = l$$

Mіндеzen egyszerűsítésekkel a szóráshányadosa a következő kifejezés adódik:

$$\frac{\sigma_{\text{DIV}}}{\sigma_{\text{SYS}}} = \sqrt{\frac{(1 - p(1 + \alpha^2(p, \varrho)))}{p \alpha^2(p, \varrho)}} \frac{1}{N}$$

Ezt az eredményt az ún. finom szemcsézettség kritériumával is közelítőleg elérhetjük. Ilyenkor a kintlevőségek nem azonos nagyságúak, hanem csak egyenként elhanyagolhatóan kis méretűek a teljes portfólió méretéhez képest. A bizonyítás a következő észrevételre épít:

$$\frac{\sum_A \bar{L}_A^2}{\sum_A \sum_B \bar{L}_A \bar{L}_B} = \frac{\sum_A \bar{L}_A^2}{\left(\sum_A \bar{L}_A\right)^2} = \sum_A \left(\frac{\bar{L}_A}{\sum_A \bar{L}_A}\right)^2 = \sum_A \varepsilon_A^2 \approx \sum_A \frac{1}{N^2} = N \frac{1}{N^2} = \frac{1}{N}$$

E levezetés bal oldalán szereplő kifejezés a *Basel Committee on Banking Supervision* (2001) második konzultációs anyagában is feltűnik. Koncentrációs H mutatóként említik (Herfindahl index), finom szemcsézettség esetén e fenti levezetés alapján $\frac{1}{N}$ szerint tart a

nullához, a másik szélsőséges esetben pedig, amikor egyetlen nagy kintlevőség dominálja a portfóliót értékét a H egyhez tart. Ha $M < N$ darab azonos méretű kintlevőségen oszlik meg a teljes portfólió és $N - M$ darab elhanyagolható kintlevőség van, akkor a Herfindahl index értéke éppen M .

A következő finoman szemcsézett portfóliókra vonatkozó táblázatban tipikusnak mondható csődvalószínűségekre (vállalatokra a korábbi táblázat S&P csődvalószínűségeket, illetve lakossági termékekre a banki gyakorlatból vett, tipikusnak mondható valószínűségeket használtam) megadom a Bázeli II. anyagban feltételezett korrelációs függvénnyel kiszámolt korreláció-értékeket, továbbá az α implikált CR+ volatilitás szorzót, a szóráshányadost (vállalatokra $N=3000$, lakossági portfóliókra $N=5000$ feltételezéssel), továbbá azt a kritikus

portfólió méretet (elemszámot), amelynél nagyobb elemszámú portfólió esetében az idioszinkratikus szórás nem haladja meg a szisztematikus szórás 10 százalékát (azaz az egyedi szórás egy nagyságrenddel kisebb a szisztematikus szórásnál).

2. táblázat Kritikus nagyvállalati (CORP) és kis- és középvállalati (SME, 5 millió EUR árbevétel) portfólió méret

RATING	p	q		α		$\frac{\sigma_{DIV}}{\sigma_{SYS}}$ N=3000		N^*	
		CORP	SME	CORP	SME	CORP	SME	CORP	SME
AAA	0,01%	23,9%	19,94%	454	360	40	51	48464	77149
AA	0,02%	23,9%	19,88%	397	319	32	40	31626	48897
A	0,06%	23,6%	19,65%	317	261	23	28	16447	24352
BBB	0,18%	23,0%	18,97%	248	207	17	21	8952	12784
BB	1,06%	19,1%	15,06%	147	125	12	14	4201	5907
B	4,94%	13,0%	9,02%	81	66	10	12	2816	4331
CCC	19,14%	12,0%	8,00%	50	41	7	9	1559	2426

Forrás: Saját szerkesztés

3. táblázat Kritikus lakossági portfólió méret J: jelzáloghitelek, M: megújuló hitelek (folyószámlahitel, hitelkártya) és E: egyéb hitelek (személyi kölcsön) kategóriákban

p	q			α			$\frac{\sigma_{DIV}}{\sigma_{SYS}}$ N=3000			N^*		
	J	M	E	J	M	E	J	M	E	J	M	E
1%	15%	7%	13%	1,26	0,80	1,12	0,11	0,17	0,13	6165	15214	7855
2,5%	15%	5%	8%	1,04	0,52	0,73	0,08	0,17	0,12	3508	14191	7306
5%	15%	3%	5%	0,88	0,35	0,46	0,07	0,18	0,13	2352	15624	9019
7,5%	15%	2%	3%	0,79	0,28	0,34	0,06	0,17	0,15	1890	15205	10769
10%	15%	2%	2%	0,72	0,25	0,28	0,06	0,17	0,15	1631	13847	11579
15%	15%	2%	2%	0,63	0,22	0,23	0,05	0,15	0,15	1346	11475	11060
20%	15%	2%	2%	0,56	0,20	0,20	0,05	0,14	0,14	1191	10035	9968

Forrás: Saját szerkesztés

Érdekes megfigyelni, hogy a Bázel II. korrelációs paramétereiből visszakövetkeztetett volatilitás szorzók egész közel esnek az 1. táblázatbeli empirikus értékekhez. E táblázatok segítségével egy konkrét portfólió esetében közelítőleg megítélhető, hogy a Bázel II. tőkekövetelmény összhangban van-e a valós kockázatokkal, vagy esetleg granularitás korrekciót kellene alkalmazni. Pl. egy homogén BB minősítésű ügyfelekből álló vállalati portfólió ese-

tében ha az ügyfelek száma több mint 4200, akkor az idioszinkratikus kockázat valóban elhanyagolhatóan tűnik, kisebb portfólióknál az egyedi kockázatok diverzifikációja nem tökéletes.

A következő fejezetben azt vizsgálom meg, hogy a nem diverzifikálódó egyedi kockázatok miatt hogyan kell módosítani a tőkekövetelmény meghatározását.

4. Granularitás korrekció

A valós portfóliók természetesen nem homogének és nem végtelenül finoman szemcsézettek. Ilyen esetben a portfóliót alkotó elemek tőkekövetelménye nem határozható meg egyedi módon, a portfólió tőkekövetelménye nem egyezik meg az elemek portfólió-független tőkekövetelményeinek összegével. Ennek fő oka tehát az, hogy az egyedi (idioszinkratikus) kockázatok nem diverzifikálódnak.

A szakirodalomban *Wilde* (2001), *Martin-Wilde* (2002) és a második konzultációs anyagban *Basel Committee on Banking Supervision* (2001) részletesen megtalálható az egyedi kockázatokat is figyelembe vevő granularitás korrekció meghatározásának módszere.

Az előző fejezet levezetései alapján triviálisan adódnak az eredmények. Rating kategóriánként homogén portfóliót feltételeznek és az egyedi kockázatokat a Herfindahl index segítségével írják le, továbbá az egyfaktoros CreditMetrics modellhez most nem a csődvalószínűségek szórásainak, hanem percentiliseinek egyenlővé tételével illesztik az egyfaktoros CreditRisk+ modellt (azaz az α_A paramétert). Ez a fajta modellillesztés matematikailag egyszerűbb feladat, mint amelyet az előző fejezetben bemutatam.

Mivel viszonylag hosszadalmas levezetésről (és terjedelmes képletekről) van szó, ezért egy kevésbé pontos, de annál szemléletesebb számítást mutatok be a granularitás korrekció meghatározására. Először azonban még bemutatom az $\alpha_A = w_A \sigma(X)$ paraméter illesztésének újfajta megközelítését.

A csődvalószínűség q -ik percentilise a CreditMetrics modellben megegyezik a korábban már levezetett CR függvénnyel:

$$\text{VaR}(p_A(X), q) = \Phi \left(\frac{\Phi^{-1}(\bar{p}_A) - \sqrt{\ell_A} \Phi^{-1}(1-q)}{\sqrt{1-\ell_A}} \right),$$

az egyfaktoros CreditRisk+ modellben pedig triviálisan adódik:

$$\text{VaR}(p_A(X), q) = \text{VaR} \bar{p}_A[w_A X + 1 - w_A], q = \bar{p}_A [w_A \text{VaR}(X, q) + 1 - w_A]$$

ahol az X q -ik percentilisé az egy várható értékű és $\sigma(X)$ szórású Gamma eloszlás segítségével lehet kiszámolni⁸. A bázeli ajánlás (hasonlóan a CR+ modellhez) $\sigma(X) = 2$ feltevéssel él, és w_A -t a fenti két percentilis egyenlővé tételével határozza meg. Ezek után $\sigma(p_A) = w_A \sigma(X) \bar{p}_A$ összefüggést helyettesíti be az egyedi és szisztematikus varianciák

⁸ Excelben a GAMMAINV (probability, alpha, beta) függvény használható. Alpha és beta megadható a várható érték és a szórás paraméterekkel: $a = \left(\frac{\mu}{\sigma}\right)^2$ és $E = \frac{\sigma^2}{\mu}$. Most $\mu = 1$ és $\sigma = 2$, tehát GAMMAINV(0,999;0,25;4) függvényt kell használni. Értéke 17.5 adódik.

képleteibe. A számításokban a továbbiakban azt sem feltételezi, hogy az ügyletek $LGD \times EAD$ paramétere determinisztikus lenne, hanem a következő kifejezés szerint szóródhat a várható érték körül:

$$\tilde{\sigma}^2(L_A) = \frac{L_A(1-L_A)}{4L_A^2}.$$

Ezen a ponton rátérek a granularitási korrekció szemléletes bemutatására.

A bázeli harmadik konzultációs anyag feltételezte, hogy a portfólió tőkekövetelménye (a veszteség eloszlásfüggvényének percentilise) megegyezik a várt (EL : *Expected Loss*) és nem várt veszteségek (UL : *Unexpected Loss*) összegével. Intuitíve feltehető, hogy UL arányos a veszteség szórásával (nyilván az arányossági tényező függ a megcélzott biztonsági szinttől):

$$UL = \beta \sigma(L).$$

Eredetileg a szisztematikus kockázatokat fedező tőkekövetelményt számoltuk:

$$CR_{SYS} = EL + UL_{SYS} = EL + \beta \sigma_{SYS}.$$

Az egyedi kockázatokat is fedező tőkekövetelmény a következő lenne:

$$CR_{TOTAL} = EL + UL_{TOTAL} = EL + \beta' \sigma'_{TOTAL}.$$

Természetesen a szórás arányossági tényezők eltérőek, pontosan csak a veszteség eloszlásfüggvényének ismeretében lehet meghatározni ezeket. Korábban már láttuk, hogy a teljes varianciát egyedi és szisztematikus varianciák összegére bontottuk fel:

$$\sigma_{TOTAL}^2 = \sigma_{DIV}^2 + \sigma_{SYS}^2.$$

Mindezek alapján – továbbá feltéve hogy a várható veszteség elhanyagolható a nem várt veszteséghez képest (illetve a Bázel Bizottság 2003 októberi sajtónyilatkozata alapján is megtehető az elhanyagolás, mivel elfogadták, hogy a bankok a tőkekövetelmény EL részét céltartalékolással és kockázati felár képzéssel oldják meg, tehát a CR csak az UL -t kell hogy fedezze), illetve a β arányossági tényezők közelítőleg egyenlőek – a teljes és a szisztematikus tőkekövetelmények arányára, azaz a granularitási korrekcióra a következő összefüggés adódik:

$$G = \frac{CR_{TOTAL}}{CR_{SYS}} - 1 \approx \frac{\sigma_{TOTAL}}{\sigma_{SYS}} - 1 = \frac{(\sigma_{DIV}^2 + \sigma_{SYS}^2)^{\frac{1}{2}}}{\sigma_{SYS}} - 1 = \left(1 + \left(\frac{\sigma_{DIV}}{\sigma_{SYS}} \right)^2 \right)^{\frac{1}{2}} - 1 \approx \frac{1}{2} \frac{\sigma_{DIV}^2}{\sigma_{SYS}^2}.$$

Felhasználva a korábban már – homogén portfólió feltételezés mellett – levezetett variancia arányt, a granularitási korrekció a következő közelítő képlettel adható meg:

$$G \approx \frac{(1 - p(1 + \beta^2(p, \rho)))}{2p\beta^2(p, \rho)} \frac{1}{N},$$

ahol $\tilde{N} = \frac{1}{H}$ a Herfindahl index reciproka, egyfajta effektív ügyfélszám⁹. Valós banki vállalati

portfólión tesztelve 3000 ügyfél mellett az effektív ügyfélszáma 150 adódott (150 nagy ügyfélen oszlott szét a teljes EADxLGD 70%-a). A 2. és 3. táblázatban a különböző eszköz szegmensekre megadott kritikus portfólió méretekből most triviálisan származtathatóak azok az effektív portfólió méretek, amely felett a granularitás korrekció például 1 százaléknál kisebb (azaz a tőkekövetelmény növekmény két nagyságrenddel kisebb az eredeti tőkekövetelményhez képest). A szóráshányadosoknál alkalmazott 10 százalékos nagyságrendű korrekció itt már jelentősnek lenne mondható, hiszen az a működési kockázat tőkekövetelményének nagyságrendjébe esne. Az 1 százalékos és 10 százalékos elhanyagolási küszöb-

értékek megválasztása esetén triviálisan adódik: $\tilde{N} = \frac{N^*}{2}$, azaz a granularitás szempontjából

kritikus effektív ügyfélszám éppen a fele a korábban már a szórás szempontjából meghatározott kritikus tényleges ügyfélszámnak. Tehát például a 3. táblázat alapján egy 5 százalékos átlagos csődvalószínűségű homogén jelzáloghitel portfólióban legalább $2352/2=1176$ darab effektív ügyfélnek kell szerepelni, hogy a granularitás korrekció elhanyagolható legyen. Érdekes azt is megvizsgálni, hogy rögzített (effektív) elemszámok mellett milyen nagyságrendű a korrekció. Ezeket az eredményeket a 4. és 5. táblázatban adom meg.

4. táblázat: Granularitás korrekció (tőkekövetelmény növekmény)
különböző effektív ügyfélszámú nagy-vállalati és kis- és közép-vállalati portfóliókra

RATING	PD	CORP	SME	CORP	SME	CORP	SME
		10000	10000	1000	1000	200	200
AAA	0,01%	2,4%	3,9%	24,2%	38,6%	121,2%	192,9%
AA	0,02%	1,6%	2,4%	15,8%	24,4%	79,1%	122,2%
A	0,06%	0,8%	1,2%	8,2%	12,2%	41,1%	60,9%
BBB	0,18%	0,4%	0,6%	4,5%	6,4%	22,4%	32,0%
BB	1,06%	0,2%	0,3%	2,1%	3,0%	10,5%	14,8%
B	4,94%	0,1%	0,2%	1,4%	2,2%	7,0%	10,8%
CCC	19,14%	0,1%	0,1%	0,8%	1,2%	3,9%	6,1%

Forrás: Saját szerkesztés

⁹ Itt tehát (PD-ben) homogén portfóliót feltételeztem, de a kockázatosított kintlévőségek nem feltétlenül azonosak. Tehát ismétlésképpen az effektív ügyfélszám a Herfindahl-index reciprokával egyezik meg, azaz:

$$\tilde{N} = \frac{1}{H} = \left(\frac{\sum_A \bar{L}_A^2}{\sum_A \sum_B \bar{L}_A \bar{L}_B} \right)^{-1}.$$

5. táblázat: Granularitás korrekció (tőkekövetelmény növekmény)
 különböző effektív ügyfélszámú lakossági portfóliókra
 J: jelzáloghitelek, M: megújuló hitelek (folyószámlahitel, hitelkártya) és
 E: egyéb hitelek (személyi kölcsön) kategóriákban

p	J	M	E	J	M	E	J	M	E
	10000	10000	10000	5000	5000	5000	1000	1000	1000
1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,6%	0,6%	0,6%	3,1%	3,1%	3,1%
2,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	1,8%	1,8%	1,8%
5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	1,2%	1,2%	1,2%
7,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,9%	0,9%	0,9%
10%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,8%	0,8%	0,8%
15%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,7%	0,7%	0,7%
20%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,6%	0,6%	0,6%

Forrás: Saját szerkesztés

Látható, hogy például egy nagyon jó minőségű AAA nagyvállalati ügyfelekből álló, de koncentrált portfólióra ($N = 200$) a valós tőkekövetelmény 121,2 százalékkal nagyobb a csak szisztematikus kockázatokat figyelembe vevő Bázel II tőkekövetelménynél. Persze igaz, hogy a IRB módszerben a AAA-s ügyfelek 0,01 százalékos csődvalószínűségére nagyon kicsi 0,6 százalékos tőkekövetelmény adódik (egyébként minimum 0,03 százalék csődvalószínűség értéket kell egy rating kategóriához rendelni.) Nagyon gyenge minőségű portfólióknál a granularitási korrekció mértéke nem jelentős. Reális méretű és kockázati összetételű vállalati portfóliókon azonban szignifikáns korrekciót igényelne a nem diverzifikálódó egyedi kockázat, ugyanakkor reális méretű lakossági portfóliókra a granularitási korrekció elhanyagolható. Ezek a megállapítások ténylegesen egybeesnek a közgazdasági intuícióval is.

5. Záró megjegyzések

A Bázel II. tőkeegyezmény közgazdasági modellje a granularitási korrekción túl egy másik nagyon fontos kockázati elemet is figyelmen kívül hagy: nevezetesen a biztosítékok értékének szisztematikus kockázati faktorra való érzékenységet. Ez egy újabb szisztematikus, nem diverzifikálható elemet hoz be a veszteség szórásnégyzetébe. *Frye* (2000a, 2000b) cikkeiben egy az adós fizetési képesség folyamatához nagyon hasonló egyszerű modellt vezet be a biztosítéki érték alakulásának leírására is. A csőd utáni kintlevőségre vetített százalékos veszteség, azaz az LGD a várható értéke körül normális eloszlás szerint ingadozhat. A várható értéktől való eltérést a fizetőképességet is alakító szisztematikus kockázati faktor és az idioszinkratikus tag lineáris kombinációja határozza meg. Az LGD és a szisztematikus kockázati faktor közötti korreláció 40 százalék és 60 százalék között változik. *Frye* modellje segítségével a Bázel II. CR függvényénél szigorúbb módosított CR függvény a tanulmányban bemutatott levezetések segítségével könnyen kiszámolható.

A garanciával fedezett követelések Bázel II kezelése rendkívül konzervatív. Bázel II szerint garanciával teljesen lefedezett kintlevőség tőkekövetelménye megegyezik a garantőrre számolt tőkekövetelménnyel, ha a garantőr PD-je alacsonyabb az eredeti adós PD-jénél,

egyéb esetben a garanciának nincs beszámítható kockázatsökkentő hatása. Ez a módszer nyilvánvalóan téves, hiszen bármilyen rossz minőségű is a garantőr, az általa nyújtott garancia mindenképpen kockázatsökkentő, hiszen az egyenes adós és a garantőr szimultán csődjének (nemfizetésének) a valószínűsége biztos, hogy kisebb vagy egyenlő, mint az eredeti adós PD-je. A kettős default valószínűsége elvileg meghatározható az alapmodell segítségével. Heitfield (2003) cikkében megtalálható a pontos levezetés. A cikk alapfeltevése, hogy az egyenes adós és a garantőr fizetési képesség folyamataiban szereplő idioszinkratikus tagok egymással korrelálnak, továbbá, hogy a folyamatok együttes eloszlása is normális (itt a kopulák irányába általánosítható lenne a modell). E feltevésekkel a tőkekövetelmény az együttes csődvalószínűség 99,9 százalékos percentilise és az adósra valamint a garantőrré is meghatározható EADxLGD-k szorzataként áll elő. Az idioszinkratikus tagok közötti korrelációs paraméter 0 és 1 értékei mellett a végső képlet egyszerűen interpretálható formát ölt, de ennek részletes kifejtése már egy új tanulmány témája lehet. A garantált követelések e szofisztikáltabb kockázati modellezése technikai okokból tűnik nehezen bevezethetőnek, mivel pl. a kétváltozós normális eloszlás viszonylag nehezen előállítható függvény.

Felhasznált irodalom

- Basel Committee on Banking Supervision 2001: The New Basel Capital Accord. 2nd Consultative Document. *Bank for International Settlements*, Bazel.
- Basel Committee on Banking Supervision 2003: The New Basel Capital Accord. 3rd Consultative Document. *Bank for International Settlements*, Bazel.
- Burgisser, P. – Kurth, A. – Wagner, A. – Wolf, M. 1999: Integrating Correlations. *Risk*, 12, 7, 57–60. o.
- Burgisser, P. – Kurth, A. – Wagner, A. 2001: Incorporating Severity Variations into Credit Risk. *Journal of Risk*, 3 (4), 5–31. o.
- Credit Suisse Financial Products 1997: *CreditRisk+*, A Credit Risk Management Framework. Credit Suisse Financial Products, London, <http://www.csfb.com/creditrisk/>
- Embrechts, P. – Kluppelberg, C. – Mikosch, Th. 1997: *Modelling Extremal Events*. number 33. Applications of Mathematics, Springer-Verlag, Berlin.
- Ong, M. K. 2004: *The Basel Handbook: A guide for Financial Practitioners*. Risk Books. London.
- Frye, J. 2000a: Collateral Damage: A Source of Systematic Credit Risk. *Risk*, 13, 4, 91–94. o.
- Frye, J. 2000b: Depressing Recoveries. *Risk*, 13, 11, 108–111. o.
- Gordy, M. B. 2000: A Comparative Anatomy of Credit Risk Models. *Journal of Banking and Finance*, 24, 1–2. 119–149. o.
- Gordy, M. B. 2001: *Credit VaR and Risk-Bucket Capital Rules: A Reconciliation*. Proceedings of the 36th Annual Conference of Bank Structure and Competition., New York
- Gupton, G. M. – Finger, Ch. C. – Bhatia, M. 1997: *CreditMetrics-Technical Document*. J. P. Morgan & Co. Incorporated, New York.
- Heitfield, E. 2003: Using guarantees and credit derivatives to reduce credit risk capital requirements under the new Basel Capital Accord. In: *Credit Derivatives: the Definitive Guide*, J. Gregory (Ed.), Risk Books
- Moody's 2001: *Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920–1999*. Moody's Investors Service, Global Credit Research.

- Hallerbach, W. G. 1999: *Decomposing portfolio value-at-risk: A general analysis*. Discussion paper TI 99-034/2, Tinbergen Institute Rotterdam.
- Tasche, D. 1999: *Risk contributions and performance measurment*. Working Paper, Technische Universität München.
- Wilde, T. 2001: IRB approach explained. *Risk*, 14, 5, 87–90. o.
- Martin, R. – Wilde, T. 2002: Unsystematic credit risk. *Risk*, 15, 11, 123–128. o.
- Pykhtin, M. – Dev, A. 2002: Analytical approach to credit risk modelling. *Risk*, 15, 3, 26–32. o.
- Kalkbrener, M. – Overbeck, L. 2002: The maturity effect on credit risk capital. *Risk*, 15, 7, 59–63. o.
- Hamerle, A. – Liebig, T. – Rösch, D. 2003: Benchmarking asset correlations. *Risk*, 16, 11, 77–81. o.
- Pál L. 1995: *A valószínűségszámítás és a statisztika alapjai*. Akadémia Kiadó, Budapest. 297–302. o.

Az emberi erőforrás pénzbeli értékelésének lehetőségei

Juhász Péter*

Az emberi erőforrás vállalati értékesteremtésben betöltött szerepe az elmúlt években látványosan nőtt. Bár az utóbbi évtizedekben több értékelési módszer és modell is megjelent a szakirodalomban, ám azok sokszor ellentmondásosak, és nehezen illeszthetők a számviteli előírások elvárásaihoz. Így az emberi erőforrás értékét csak kevés cég méri, ami miatt sem a vezetők, sem a tulajdonosok nem tudnak hatékony döntéseket hozni.

A különféle megközelítéseket összefogva egy lehetséges konzisztens értékelési modellt mutatok be, amely szemlélteti, hogyan lehet – az alapvető szemléletet megőrizve – a ma alkalmazott számviteli mérleget az emberi erőforrásra vonatkozó adatokkal kiegészíteni. A javasolt módszer eltérő értékelési szemléletet javasol az emberi erőforrással kapcsolatos kötelezettségek, illetve vagyon számszerűsítéséhez. Ezek különbözeteiből származik a vállalat értékét növelő humán többletérték.

Kulcsszavak: emberi erőforrás, értékelés

1. Bevezetés

Napjainkra az emberi erőforrás a vállalatok számára a termelési tényezők egyik legfontosabbja lett. Egy egyesült államokbeli felmérésben résztvevő vállalatok 84 százaléka szerint az utóbbi években nőtt az emberi erőforrás jelentősége és a trend erősödését várták. A cégek 47 százaléka szerint a megfelelő munkatársak megtalálása és megtartása jelenti napjainkban a legnagyobb kihívást. (Oliver 2001) Ugyanakkor, miközben a vállalatvezetők egyre gyakrabban nyilatkoznak úgy, hogy alkalmazottaik a cég legértékesebb „eszközei”, ezen érték mérésére, nyomon követésére a gyakorlatban a legtöbbször még csak kísérletet sem tesznek. A következőkben az teljes emberi erőforrás együttes, pénzbeli mérésének lehetőségeit tekintem át. (Az egyedi értékelésről, az elméleti hátérrel és a nem pénzbeli mérés lehetőségeiről részletesen lásd Juhász, 2004a.)

Bár az utóbbi években vált a téma különösen népszerűvé, az emberi tőke (human capital) mérésének problémája az 1950-es években jelent meg a szakirodalomban (Personnel Today 2002), az emberi erőforrás lehetséges számviteli kezelésével (Human Resource Accounting – HRA) pedig az 1960-as években kezdtek foglalkozni. (Barcons-Vilardell – Moya-Gutierrez 1999, Johanson 1999). Az 1970-es években a korábbi, hasznosságelemzésre épülő elméletek éles kritikájaként többen felvetették, hogy a rabszolgatartás kora a múlté, a vállalat nem birtokolja alkalmazottait, ezért azok nem is tekinthetők eszköznek, így a mérlegben sem kaphat helyet, számviteli kezelésének megoldása értelmetlen és hibás cél.

* Juhász Péter, egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem, Vállalatgazdaságtan Tanszék (Budapest)

Az emberek értékteremtésben játszott szerepe eközben folyamatosan nőtt, így a problémát egyre nehezebb volt megkerülni. A hetvenes évek végén Neuman és Segev (1978) már új biztosítási forma bevezetését javasolta, felismerve, hogy az emberi erőforrás számos kockázatot rejt a vállalatok számára, miközben a kulcsemberekre köthető élet- és bal-esetbiztosítások mellett semmilyen más biztosítási terméket sem kínálnak nekik.

Swann (1978) ezzel egyidőben felismerte, hogy a gépekkel szemben az emberi erőforrásnál nem mérhető pontosan a maximális kapacitás, ami jelentősen megnehezíti az alkalmazott és a vezetés teljesítményének mérését egyaránt. (Ezt a problémát illusztrálja a normabérben dolgozók teljesítmény visszafogása is.) Emiatt a kihasználtság mérése és a javítási lehetőségek azonosítása is igen nehéz. Sutherland (1985, 56. o.) felvetette, hogy az alkalmazottak jelentette érték meghatározásakor figyelembe kell venni a szükségtelen redundanciákat, a vállalat által biztosított valamennyi kompenzációt, a fennálló munkakapcsolatok minőségét, a szakszervezeti tagság gyakoriságát és a munkaerő környezetet is.

A kilencvenes évek közepén a figyelem fokozatosan a pszichológiai tényezők felé fordult. Bouillon és Doran (1995) 260 egyesült államokbeli céget vizsgálva kimutatta, hogy az alacsonyabb fluktuáció és a vezérigazgatóktól megkövetelt hosszabb vállalati tapasztalat egyaránt javította a vállalatok részvényeinek megtérülését.

A skandináv eredetű, nem pénz alapú ScoreCard jellegű mérési rendszerek alkalmazási nehézségeit esettanulmányokon keresztül vizsgáló Johanson (1999) szerint azok közel sem tökéletesek. Legnagyobb hiányosságuk az, hogy az érzelmi tényezőt és az emberek közötti különbségeket nem képesek figyelembe venni. Hiányzik a szociális rend, a hatalom és a situációs szempontok kezelése is. Véggkövetkeztetésként kétségbe vonja, hogy lehet-e egyáltalán koherens modell építeni egy olyan összetett jelenség magyarázatára, mint amilyen a szervezeti változás.

Lynn (2000) arra hívja fel a figyelmet, hogy az emberi erőforrás értékelésénél a munkatársak szaktudása és általános ismeretei mellett az üzletmenet szempontjából releváns (vevőkhöz, szállítókhoz, hatóságokhoz, stratégiai partnerekhez fűződő) személyes kapcsolatokat is figyelembe kell vennünk. Ez különösen a szolgáltatásoknál (tanácsadók, újságírók, orvosok, fodrászok) lehet jelentős elem.

Az American Society for Training and Development (ASTD) 2000-ben készült vizsgálatát Oliver (2001) idézi. Eszerint a több mint 500 megkérdezett egyesült államokbeli vállalat közül az alkalmazottak képzésére az átlagnál többet költöttek a piaci átlagnál 46, az átlag alatt költőknél 86 százalékkal magasabb hozamot értek el. Az ehhez hasonló kutatási eredményeket ugyanakkor gyakran éri az a bírálat, hogy a sugallattal éppen ellentétes a kapcsolat, vagyis a sikeresebb cégek több erőforrást képesek áldozni alkalmazottaik megtartására, fejlesztésére, javadalmazására.

2. Etikai felvetések

Az emberi erőforrás értékének mérése egyes szerzők szerint etikai problémákat is felvet. Ebersberger (1981) szerint például komoly pszichológiai hatása lehet az emberi erőforrás számszerű értékelésének. Úgy vélte, hogy egyfajta programozott társadalom jöhet létre, amelyben az egyénre bélyegként sültek rá az értéket, amely ráadásul idővel amor-tizálódik is, és az ember elértéktelenedésének látszatát kelti.

Egy esetleges le- vagy felértékelés egyfajta önbeteljesítő jóslatként alapvetően determinálhatja az egyén teljesítményét, jövőjét, karrierjét. Ilyen körülmények között egy kis mérési vagy becslési hiba jelentősége is hatalmas lehet. Szerinte a HRA egyetlen hozadéka a képzésre fordított összegek legitímálása, és az emberi erőforrás menedzsment és a pénzügy közös nyelvezetének kiépítése. Márpedig az alkalmazottak önképére gyakorolt esetleges negatív hatás messze nagyobb károkat okozhat az előbbi hasznoknál.

Ebersberger (1981) szellemesen megjegyzi: a HRA rendszerek döntés megalapozó eszközként való használatát három kockázati tényező fenyegeti: a menedzserek, az alkalmazottak és a folyamat maga. A vezetők a HRA-t az alkalmazottak manipulálására használhatják: egyfajta büntetésként csökkenthetik a dolgozó értékét, vagy áthelyezhetik az embereket az év végén, hogy a számok előnyösebbnek tűnjenek. Az alkalmazottak (és a szakszervezetek) követelni kezdenék, hogy tudásuk értékének megfelelően fizessék meg őket, ami például az egyetemeken komoly káoszt okozna. A dolgozó alkuerejét mindenképpen jelentősen megváltoztathatja, ha vállalatnak termelt értékük azonosíthatóvá válik. Így a mérési folyamat eredménye közvetlenül visszahathat magára az értékre.

3. Az értékelés célja

Mindezek tükrében különösen fontos kiemelni, hogy az emberi erőforrás értékelése során nem az alkalmazottakat értékeljük, ami eleve nonszensz volna, hiszen az élet pénzbeli értékelése aligha megvalósítható.

Az emberi erőforrás értékelésének célja az, hogy meghatározzuk, mekkora értéket teremt a vállalat (illetve annak emberi erőforrás menedzsment tevékenysége) azáltal, hogy a dolgozóitól megvásárolt munkavégző képességet vagy munkaidőt éppen az adott módon használja fel.

Az emberek értékelésének feltételezésekor az sugallnánk, hogy az értékteremtés egyetlen módja az alkalmazott képességének, egyéniségének megváltoztatása, vagy a munkavállaló lecserélése. Az utóbbi szemléletben ezzel szemben az tükröződik, hogy (1) a vállalat szempontjából létrehozott értékre vagyunk kíváncsiak, (2) csak a megszerzett munkavégző-képességet (vagy időt), nem pedig az embert értékeljük, (3) hogy az érték alapvető meghatározója a felhasználási mód, amely elsősorban a vállalatnál (menedzsmentnél), nem pedig az alkalmazotttól függ. Ugyanakkor a meghatározásból az is következik, hogy (4) az alkalmazottaknak nem valamennyi rendelkezésre álló kvalitását, hanem kizárólag azon képességeit és tudását értékeljük, amelyeket a vállalat céljainak elérése érdekében ténylegesen (eredményesen) hasznosítanak.

A definícióból következően tehát *érték teremthető az alkalmazottak megfelelő megválasztásán és képzésén túl motiválásukkal, irányításukkal és a munka helyes, hatékony szervezésével is.* Ennek jelentőségét illusztrálja az is, hogy egy Egyesült Államokban végzett felmérésben a vállalatvezetők úgy becsülték: a szervezetben felhalmozott tudásnak alig 20 százalékát használják fel. (Stewart 1994)

Emiatt nem fogadhatjuk el Ebersberger (1981) elképzelését, aki a HRA rendszer céljaként az alulértékelt cégek eszközeinek realitásabb bemutatását érzi, amely „melléktermékeként” az alkalmazottak képzésére fordított összegek is igazolást nyernek. Ez a szemlélet ugyanis valójában valamilyen naiv, könyv szerinti értékre épülő szemléletet feltételez a befektetőkről, amelyet – különösen a vállalatok könyv szerinti és a piaci értéke közötti egyre növekvő különbségeket látva – aligha reális. Ehelyett az emberi erőforrás értékelés céljaként sokkal inkább az érték-előállítás támogatását, az emberi erőforrással kapcsolatos döntések vállalati értékre gyakorolt hatásának pénzügyi bemutatását jelölhetjük meg.

4. Értékelési modellek

Az emberi erőforrás komplex, vállalati szintű értékelésére több modell is készült. A modellek kapcsán gyakran felvetődik a kérdés, hogy az alkalmazottakat és a vezetőket együttesen vagy külön célszerű-e értékelni. A legtöbb emberi erőforrás értékelési modell együttes értékelést céloz, ugyanakkor többen tettek kísérletet a menedzsment önálló értékelésére is. Ennek megfelelően a következőkben csak az átfogó elméleteket tárgyalom.

Becker (1962)¹ (idézi: Bouillon és Doran 1995) modelljében határhaszon elven magyarázza az emberi erőforrás értékét. Egyetlen dolgozó sem kap magasabb bért, mint munkájának határterméke, amelyet képzettségének összetétele (és az alkalmazó cég lehetőségei) határozza meg. A piac kikényszeríti, hogy a más cégek számára is hasznosítható képzés termelékenységi növekményét teljes egészében megkapja a munkavállaló, míg a vállalat specifikus képzésnél a cégnek úgy kell optimalizálnia, hogy az alkalmazottnak ne érje meg távozni, ám az át nem adott termelékenységtöbblet fedezze a képzés költségeit.

Likert (1967, 115. o.) szerint az emberi erőforrásba fektetett tőkét sokkal egyszerűbb számba venni, mint más jellegű befektetéseket értékelni. (1) Az első lehetőség a vállalat „elindításának” költségeit (start-up cost) gyűjti össze. Ide tartozik minden olyan kiadás, amely az emberek felvételével és működő szervezetté alakításával kapcsolatban felmerült. (2) A második lehetőség annak felmérése, hogy a vállalat jelenlegi munkahelyeinek betöltése milyen költséggel járna: mennyibe kerülne a megfelelő ember megtalálása, kiválasztása és betanítása, képzése. Ez a módszer azonban nem számol a megfelelő szervezeti rendszer kialakításának költségeivel, amelyet „szinergikus összetevőnek” (synergistic component) nevez. A másik hátránya a hatalmas adatgyűjtési költség, amelyet Likert mintavételezéssel javasol csökkenteni.

Giles és Robinson 1972-ben publikált modelljében² (idézi: Swann, 1978) minden alkalmazott értékét megadott szorzószám segítségével kell meghatározni. (1. táblázat). A szorzószám azt mutatja, hogy (éves) fizetése hány-szorosát éri az adott alkalmazott a vállalatnak.

1. táblázat Giles és Robinson szorzószámai

Felsővezetők	2,5 felett
Középvezetők	1,5–3,0
Operatív irányítás	1,0–2,0
Beosztottak	0–1,5

Forrás: Swann (1978) alapján

Az elképzelés számos nehézséget vet fel. A modellben például a fizetések emelésével, vagy új alkalmazottak felvételével növelni lehetne a vállalat értékét, míg a szervezeti hierarchia csökkentése értékromboló lenne.

Pène (1979, 259–262. o.) több értékelési megközelítést is felvázol. (1) Elképzelhető lenne valamennyi munkaerő megszerzésével és fejlesztésével kapcsolatos költség aktiválására

¹ Becker, G. S. (1962): Investment in human capital: A theoretical analysis, *The Journal of Political Economy*, Oktober 1962, 9–49. o.

² Giles, W. J. – Robinson, D. (1972): Human asset accounting, IPM – ICMA, London.

és fokozatos leírására. (2) Elvileg végrehajtható volna a pótlási költség meghatározása is, ám ekkor nem csupán a munkaerő keresés, felvétel, betanítás, illetve esetleges felmondási költségek számszerűsítésére volna szükség, hanem azt is el kellene dönten, hogy mi történjék például a személycsere kapcsán felmerülő szervezet átalakítási költségekkel, vagy a felvétel olyan indirekt költségeivel, mint a többi alkalmazott ideje, a szervezet működési zavarai, vagy a távozás előtt lecsökkenő termelékenység. (3) A harmadik megközelítés szerint a munkaerő értékét a jövőben általa előállított érték adná. Ennek becslésére Pène két eljárást ajánl: közelíthető az érték a bérekkel vagy az ellátott tevékenységért kiszereződéskor (outsourcing), vagy külső vállalkozás bevonásakor fizetendő díjjal. Ez utóbbi azonban nem csak a külső ajánlatok hiánya miatt lehet nehézkes, hanem azért is, mert egyes tevékenységeket nem lehet kiszervezni.³

Turner és Jackson-Cox (2002) azt javasolja, hogy az alkalmazottak tudását két részre bontva értékeljük. Gyakorlatilag Becker modelljének továbbfejlesztésével az általános és a tacit (vállalathoz kötődő) tudást megkülönböztetve két értékelés elvégzését tanácsolják.

Az általános ismereteket alapszintű ismeretekre, felsőfokú tanulmányokra és betanításra osztják. Ezek értékét a megszerzéskor felmerülő költségek jelenértékeként, annuitásként határozzák meg. A felsőfokú szakismereteknél a cég számára hasznos hátralévő alkalmazási idő fogyása mellett a szakismeretek avulása is folyamatosan csökkenti a tudás értékét. Ennek megfelelően a szerzők a megtanult ismeretek várható elavulásának ideje alapján számolnák el az értékcsökkenést.

5. Javaslat a konzisztens értékelésre: humán többletérték modell

Az emberi erőforrás értékelésről szóló szakirodalomban egyforma gyakorisággal találkozunk az emberi tőke (human capital) és az emberi eszköz (human asset) kifejezésekkel, s nem ritka szinonim használatuk sem, holott a kettő számvitelileg ellentétes megközelítést jelent. Ennek tisztázására a korábban bemutatott modellek, és kritikáik alapján a következőkben egyfajta többletérték szemléletű modellt (Humán többletérték modell (HTM) – Human Added Value (HAV)) vázolok fel.

A számviteli szabályok szerint emberi erőforrás kiadásait az éves eredménnyel szemben azonnal el kell számolni, aktiválásra nincs lehetőség. Ezzel szemben általánosan elfogadott, hogy a munkaerővel kapcsolatos kiadások (költségek) révén részben olyan javak is létrejönnek (tudás, szervezet, kapcsolatok), amelyek hosszabb távon szolgálják a vállalat érdekeit. Ez a mérlegben egyfajta „humán eszköz” kimutatásának szükségességét veti fel. Ugyanakkor a számviteli rendszer átalakítása aligha lehet elsődleges szempont, hiszen annak nem a vállalati fair érték bemutatása a célja.

A folyó költségek „eszközzé alakítását” célzó értékelési korrekció koránt sem példátlan. Az lízingelt termelőeszközöknél például igen gyakori eljárás, hogy a vállalat tényleges tőkehelyzetének bemutatása érdekében az egyébként folyó költséget „tőkésítve” mutatjuk be. A várható díjak fizetési kötelezettségként (hitelként) szerepelnek a korrigált mérlegben, míg vele szemben a megszerzett eszköz is bekerül a mérlegbe.

³ A vállalat nevében például csak alkalmazottja járhat el, így ha valamilyen pozíció a cég munkavállalóinak utasításával vagy ellenőrzésével jár, azt rendszerint nem lehet külső vállalkozásnak adni.

Ilyen módon eljárva elvileg megoldható lehet az alkalmazottak költségeinek mérlegbe emelése is. A forrás oldalon figyelembe kell vennünk valamennyi jelenlegi alkalmazottal kapcsolatosan a normál üzletmenet szerint várható fizetési kötelezettséget (bér, járulékok, adók). Ehhez szükség van a vállalatnál várhatóan munkaviszonyban eltöltött idő becslésére, amihez az adott pozíciónál szokásos fluktuáció adhat támpontot. A diszkontráta meghatározásában segíthet, hogy a legtöbb országban a dolgozók követelésesei csőd vagy felszámolás esetén megelőzik a hitelezőket, így a vállalat hosszú távú (külön biztosítékkal nem védett) hiteleinél a bérek elvárt hozama nem lehet magasabb.

Az eszközök közé, humán eszköz címen – ha a munkaszerződéseket egyenlő értékek cseréjének fogadjuk el – elvileg ugyanezen összeg kell, hogy bekerüljön. Ebben az esetben a humán eszköz és a humán tőke megegyezik. Az eljárás feltételezi, hogy minden értékeléskor (vezetői díjazásnál például évente) a várható kötelezettségeket újra becslik.

Amennyiben a felfogást az emberi tőkénél használjuk, az alkalmazottak a vállalat hitelezői lesznek. A vállalati értéket tehát úgy kell kiszámítani, hogy a jövőbeli jövedelmekben az alkalmazottakhoz kapcsolódó kiadásokat nem vesszük figyelembe. Ezt követően a saját tőke értékeléséhez a vállalati értékből nem csak a hiteleket, de a humán tőkét (fizetési kötelezettségeket) is le kell vonni, hiszen az nem a tulajdonosoké, hanem az alkalmazottakat illeti.

Ebben a rendszerben elvileg pontosan ugyanazt az eredményt kell kapnunk, mint a korrekció nélkül, hiszen jövedelemnövekmény értéke azonos a humán tőkénél mérhetővel. A módosítás tehát semmiképpen sem járna a vállalatok eladósodottsági mutatójának csökkenésével, sőt egy a humán tőkét is a hagyományos idegen források közé soroló laikus szemlélő szemében még romlana is. Ebben a rendszerben tehát úgy volna biztosítható az emberi tőke kimutatása, hogy az a vállalati értékmérés eddigi módszertanával nem állna szemben. (1. ábra)

1. ábra. A humán eszköz és tőke megjelenítése a vállalati mérlegben

Eszközök	Források	
Forgó eszközök	Idegen tőke	Hagyományos mérleg
Befektetett eszközök	Saját tőke	
Humán eszközök értéke	Humán többletérték	Kiegészítések
	Humán tőke	

Forrás: Saját szerkesztés

Amennyiben eszköz alapú értékelést készítünk, a humán eszköz értékét nem becsülhetjük pusztán a várható költségek alapján. Ilyen esetben a lízinggel kapcsolatos értékelési korrekciók sem érnek véget a mérlegbe állítással, hiszen a lízing tárgyat önállóan értékelni kell, s a kimutatott és a tényleges érték különbözetét a saját tőkével szemben el kell számolni. Ekkor tehát a humán eszköz értékelése a feladat. Az átértékelés eredményeként a humán tőkével szemben keletkező különbözetet a saját tőkével szemben kell elszámolnunk, hiszen a tulajdonosok valójában az emberi erőforrás e többletértékével gazdagodnak.

Az eszközértékelési alapelveket követve azonnal látszik, hogy pusztán a jövőbeli bérek nem adhatnak helyes becslést. (Egyetlen eszköz értékét sem becsülhetjük jelen- vagy jövőbeli működtetési költségeivel, a hasznokat teljesen figyelmen kívül hagyva.)

A szakirodalom alapján három alapvető eszközértékelési eljárástípust különböztethetünk meg: a (1) költség-, a (2) piac- és a (3) jövedelemalapút. (A negyedikként felbukkanó ScoreCard rendszerek nem pénzben mérnek, ezért itt azokat nem mutatom be.) Ezek más-más feltételezésekkel élnek, amelyek jelentősége abban is áll, hogy a humán eszközökkel kapcsolatos költségek között mindazon szellemi tőke elemek fenntartásának költségeit is szerepeltetni kell, amelyek meglétét az adott becslési eljárás feltételezi.

5.1. *Költség alapú eljárások*

1-a. A *historikus költség* alapú eljárás esetünkben azt jelentené, hogy minden jelenlegi alkalmazott által teremtett értéket a munkaszerződés megkötésekor becsült valamennyi, értékeléskor még hátralevő jövőbeli kötelezettség jelenértékével becsülnénk. A módszer hibája, hogy nem veszi figyelembe az azóta megváltozott piaci helyzetet, illetve teljesen elszakad a tényleges értékváltozástól.

1-b. A *helyettesítési költség* alapú becslésnél az adott munkát elvégezni képes munkaerő felvételének költségeit kell megbecsülnünk. Kiemelten fontos, hogy nem a vállalati pozíciókat kell betölteni, hanem a ténylegesen elvégzett teljesítményt kell külső forrásból pótolni. Ehhez munkaerő-piaci adatokra és hasonló tevékenységet végző cégek benchmarkingjára is szükség van. Ez a szemlélet komoly fejlesztési lehetőségeket tárhat fel, hiszen a munka jelenlegi felosztását, szervezését és hierarchiáját is megkérdőjelezi.

1-c. *Pótlási költség* koncepció lényegében a helyettesítési értékkel egyezne meg azzal a kiegészítéssel, hogy ennél a felvétel, a betanítás, illetve a távozás miatti többletköltségeket is számszerűsíteni kellene. A megközelítés lényege annak meghatározása, hogy a vállalat számára mekkora költségnövekedést okozna, ha az adott munkát elvégzőtől valamiért meg kellene válnia. A megközelítés a lojalitás értékteremtésére is felhívja a figyelmet: a hűségesebb munkaerőt ritkábban kell pótolni, vagyis kisebb lesz az egy esztendőre jutó értékcsökkenés. Így a szervezeti vonzerő (nem pénzalapú juttatások, munkahelyi légkör, vezetési stílus) már ebben a megközelítésben is értéket teremt.

Amennyiben a költség alapú eljárásokat használjuk, a humán többletérték tartalmazza a vállalat alkalmazottainak termelékenységére ható valamennyi szervezeti szellemi tőke elemet, hiszen az adott körülmények közötti munkaerőigényhez tartozó költséget mérjük fel. A kimutatott többletérték a ki nem használt szervezeti tudás (felismert, de meg nem valósított jobb munkaszervezés) okozta kár és a költségeket meghaladó (például jobb motivációs rendszerből, lojalitásból és nem pénzbeli juttatásokból adódó) hasznok egyenlege adja.

5.2. *Piaci alapú eljárások*

2-a. A *realizálható érték* a humán eszközöknél csak igen korlátozottan használható értékbecslésre. Tulajdonképpen azon nettó pénzáramlás jelenértékét kellene itt szerepeltetni, amelyet a munkaerő alternatív hasznosításával érhetne el a cég. Erre becslést jelenthet például az alkalmazotti gárda bérbeadásával elérhető jövedelem. Ennek meghatározására azonban többnyire csak speciális szakmáknál van lehetőség. Ilyenek lehetnek egyes szolgáltatások (könyvelés, vagyonvédelem, karbantartás), illetve az erősen standardizált vagy szaktudást nem igénylő munkakörök. A becslés alkalmazhatóságát korlátozhatják a dolgozókkal kötött munkaszerződések egyes kitételei. (A zeneakadémia aligha kérheti tanárait arra, hogy esténként bárókban játszanak.)

2b. Az outsourcing, vagy *kiszervezési értéket* úgy kaphatjuk, hogy meghatározzuk, hogy külső vállalkozóktól milyen áron lehetne megvásárolni az alkalmazottak által elvégzett munkát. A becslésnél célszerű a felmerülő tranzakciós költségek figyelembe vétele is. Ez a becslési eljárás gyakorlatilag ugyanazon munkáknál alkalmazható csak, mint a realizálható érték alapú becslés.

A piaci alapú értékbecslési rendszerek a munkaerő teremtette többletértéket nem az adott vállalat egyedi, munkaerőhöz kapcsolódó szellemi tőke elemeivel, hanem a piacon általánosan rendelkezésre álló szellemi tőke mellett határozzák meg.

5.3. Jövedelem alapú eljárás

3. *Jövedelem alapú érték* megközelítésben a vállalat saját adataiból kiindulva kell meghatároznunk, hogy a cégnek mekkora nettó jövedelme származik az adott alkalmazott munkájából. Ekkor az elért pénzáramlás (és így az érték) a vállalati munkaszervezéstől, irányítástól, vezetéstől és motivációtól is függ, vagyis ez a megközelítés öleli fel az értékteremtő hatások legszélesebb skáláját. Ugyanakkor ennek az eljárásnak a legnagyobb az idő, információ és költségigénye is. (Nem szabad elfelejtenünk, hogy a piaci és a jövedelem alapú érték meghatározási módszereknél a generált nettó jövedelmet úgy kell kiszámítani, hogy a bér jellegű költségeket nem szabad figyelembe venni, hiszen az a forrás oldalon kötelezettségként már szerepel.)

A vállalat számára termelt jövedelmet Becker modellje alapján az alkalmazott munkájának határtermékével is közelíthetjük. A gyakorlatban ez az egy plusz munkaóra (munkadarab) okozta vállalati jövedelemnövekedés számszerűsítésével történhet.

Mivel a jövedelem alapú eljárás a vállalat valamennyi humán eszközhöz kapcsolódó szellemi tőke elemének hatását figyelembe veszi, a meghatározott többletérték tartalmazza azok értékét is. Emiatt a humán eszköz termelékenysége ható szellemi tőke elemeket csak a meghatározott többletértéken belül értelmezhetjük.

6. Az emberi tőke értékelésének tanulságai

Az emberi erőforrás vállalati értékteremtésben játszott szerepe az utóbbi időben lényegesen növekedett. A tudásalapú társadalomban a termékek hozzáadott értéke egyre magasabb, s ezzel együtt a cégek a fizikai munkaerő helyett egyre inkább alkalmazottaik tudását hasznosítják működésük során.

Miközben a vállalatvezetők mindenütt az emberi erőforrás értékét hangsúlyozzák, annak mérésére általában semmilyen rendszert sem használnak. Az elmélet is adós még a minden tekintetben megfelelő eszköztárral, ugyanakkor számos megközelítés létezik már. Ezek jellemzően csak az emberi erőforrás értékének mérésére koncentrálnak, s nem építenek a vállalatiértékelés lényegesen jobban megalapozott és kidolgozott eszköztárára. A megközelítések integrálására készítettem a humán többletérték modellt, amely immár konzisztens a tulajdonosi érték mérésére szolgáló rendszerekkel.

A szakirodalom áttekintésének két különösen fontos tanulsága van. Egyrészt az, hogy mindennemű emberi erőforrás értékelésnél hangsúlyoznunk és tudatosítanunk kell, hogy a cél nem az, hogy az emberekhez értéket rendeljünk. A feladat annak meghatározása, hogy a vállalat mekkora értéket teremt annak révén, hogy alkalmazottaitól munkavégző képességet, illetve rendelkezésre állást (munkaidőt) vásárol, és azt valamilyen módon felhasználja.

Másrészt lényeges tanulság, hogy az emberi erőforrás mérését nem kell szükség-szerűen pénzben végezni. Mivel a humán eszköz önállóan nem értékesíthető, a mérőeszköz megválasztása másodlagos jelentőségű. Az emberi erőforrás menedzsment teljesítményének (értékteremtésének) nyomon követéséhez megfelelnek a jóval könnyebben testre szabható és kevesebb speciális adatot igénylő ScoreCard rendszerek is.

Rendkívül lényeges volna azonban, hogy bármilyen módon történik is a mérés, az folyamatos legyen, eredményeit használják fel a vállalati döntéshozatalban, s a nyert információkat a szükséges mértékben osszák meg a tulajdonosokkal is, hogy azok kellő megalapozottságú befektetési döntéseket hozhassanak. Ez a szemléletváltás döntően hozzájárulhat a vállalatvezetési kultúra átalakulásához, és ezen keresztül az értékteremtés növekedéséhez is.

Felhasznált irodalom

- Abowd, J. M. – Milkovich, G. T. – Hannon, J. M. 1989: *The effects of human resource management decisions on shareholder value*. National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge, MA
- Barcons-Vilardell, C. – Moya-Gutierrez, S. 1999: Human resource accounting. *International Advances in Economic Research*, August 1999, 386–394. o.
- Barker, R. 2001: *Determining value, Valuation models and financial statements*. Financial Times – Prentice Hall, Pearson Education Limited, Harlow, England
- Becker, G. S. 1962: Investment in human capital: A theoretical analysis. *The Journal of Political Economy*, October 1962, 9–49. o.
- Black, A. – Wright, P. – Davies, J. 2001: *In search of shareholder value, Managing the drivers of performance*. 2nd ed., PricewaterhouseCoopers – Pearson Education, London
- Boon, M. 1999: Human capital stock and productivity: The case of Dutch manufacturing firms. In: Buigues, Pierre – Jacquemin, Alexis – Marchipont, Jean-François (2000): *Competitiveness and the value of intangible assets*, Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham, 259–272. o.
- Bosma, N. – van Praag, M. – Thurik, R. – de Wit, G. 2002: *The value of human and social capital investments for the business performance of start-ups*. Tinbergen Institute, Amsterdam
- Bouillon, M. L. – Doran, B. M. 1995: Human capital investment effects on firm returns. *Journal of Applied Business Research*, Winter 1995–1996, 30–41. o.
- Brealey, R. – Myers, S. C. 1999: *Modern vállalati pénzügyek*. McGraw-Hill Companies, Inc. – Panem Könyvkiadó Kft., 2. kiadás, Budapest
- Doeringer, P. – Piore, M. 1971: *Internal labor markets and manpower analysis*. Heath
- Ebersberger, S. A. 1981: Human resources accounting: Can we afford it? *Training and Development Journal*, August 1981, 37–40. o.
- Ehrbar, A. (2000): *EVA – Gazdasági hozzáadott érték, Kulcs az értékteremtéshez*. (Stern Stewart & Co.) Panem Kiadó – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
- Eurostat 2003: *Labour cost in the EU*. News Release 23/2003, 3th March 2003.
- Fernández, P. 2002: *Valuation methods and shareholder value creation*. Academic Press, Amsterdam
- Giles, W. J. – Robinson, D. 1972: *Human asset accounting*. IPM – ICMA, London

- Gochman, I. – Luss, R. 2002: Building the business case for HR in today's climate. *Strategic HR Review*, May–Jun 2002, 26–29. o.
- Hall, B. J. 1997: A better way to pay CEOs? In: Carpenter, J. – Yermack, D. (szerk.) (1999): *Executive compensation and shareholder value: theory and evidence*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 35–46. o.
- Hekimian, J. S. – Jones, C. H. 1967: Put people on your balance sheet. *Harvard Business Review*, January–February 1967, 107–113. o.
- Johanson, U. 1999: Why the concept of human resource costing and accounting does not work. *Personnel Review*, 1/2, 91–107. o.
- Juhász P. 2003: *Az üzleti és a könyv szerinti érték eltérésének magyarázata – Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái*. doktori (PhD) tézisztervezet, 2003. június
- Juhász P. 2004a: *Az emberi erőforrás értékelési kérdései*. BKÁE Vállalatgazdaságtan tanszék 36 sz. műhelytanulmány, 2004. február
- Juhász P. 2004b: Iránytű nélkül – Információs válságban a pénzügyi döntéshozatal. *Vegetés-tudomány*, 7–8., 30–41. o.
- Kaplan, S. N. 1997: Top executives in Germany, Japan and the USA: a comparison. In: Carpenter, J. – Yermack, D. (szerk.) (1999): *Executive compensation and shareholder value: theory and evidence*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 3–12. o.
- Knight, J. A. 1998: *Value based management, Developing a systematic approach to creating shareholder value*. McGraw-Hill, New York
- Lewis, J. 2002: Measuring company assets. *Personnel Today*, 28, 5, 18–19. o.
- Likert, R. 1967: *The human organization: its management and value*. McGraw-Hill, New York, NY
- Lynn, B. 1998: Intellectual capital. *CMA Magazine*, February 1998, 10–15. o.
- Lynn, B. E. 2000: Intellectual capital. *Ivey Business Journal*, January–February 2000, 48–52. o.
- Madden, B. J. 1999: *CFROI valuation, A total system approach to valuing the firm*. Butterworth-Heinemann, Oxford
- Master, M. 2002: How much should a CEO make? *Across the Board*, November–December 2002, 16–23. o.
- Neumann, S. – Segev, E. 1978: Human capital and risk management: A proposal for a new insurance product. *Journal of Risk and Insurance*, September 1978, 522–530. o.
- O'Reilly, C. A. – Pfeffer, J. 2000: *Hidden value: How great companies achieve extraordinary results with ordinary people*. Harvard Business School Press, Boston, MA
- Oliver, R. W. 2001: *The return on human capital*. *Journal of Business Strategy*, July–August 2001, 7–10. o.
- Pène, D. 1979: *Valuer et regroupements des entreprises: méthodes et pratiques*. Dalloz, Paris
- Personnel Today 2002: Getting the measure of human capital. *Personnel Today*, 24, 9, 26–30. o.
- Pratt, S. P. 2001: *Business valuation – Discounts and premiums*. John Wiley & Sons, Inc., New York
- Reichheld, F. F. – Teal, T. 1996: *The loyalty effect: the hidden force behind growth, profits, and lasting value*. Harvard Business School Press, Boston, MA
- Ripoll, V. – Labatut, G. 1994: *La contabilidad de gestión y los costes de recursos humanos: implicaciones contables y fiscales de su activación*. Técnica Contable, January 1994 alapján.
- Shapiro, A. C. – Balbirer, S. D. 2000: *Modern corporate finance: a multidisciplinary approach to value creation*. Prentice Hall, Upper Saddle River

- Standfield, K. 2002: *Intangible management: tools for solving the accounting and management crisis*. Academic Press, Boston
- Stewart III, G. B. 1991: *The quest for value: the EVA management guide*. Harper Business, New York, N. Y.
- Stewart, T. A. 1994: Your company's most valuable asset: Intellectual capital. *Fortune*, 10, 3, 68–73. o.
- Strassman, P. A. 1990: *The business value of computers: an executive's guide*. Information Economics Press, New Canaan
- Sutherland, B. W. 1985: *Principles of share valuation for fiscal purposes*. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London
- Swann, H. V. 1978: Human resource accounting: some aspects which require psychologists' attention. *Journal of Occupational Psychology*, December 1978, 301–314. o.
- Turner, G. – Jackson-Cox, J. 2002: If management requires measurement how may we cope with knowledge? *Singapore Management Review*, 2002 Special Issue, 101–111. o.

A Magyarországra irányuló működőtőkét meghatározó tényezők vizsgálata

Katona Klára*

A '90-es években a külföldi működőtőke áramlás (FDI) a világgazdaság egyik legfontosabb jelenségévé vált. A közép-kelet-európai országokban kiemelkedő jelentőségét a gazdasági átalakulásban játszott szerepének köszönhetjük. Ez különösen Magyarországra igaz.

A cikkben összefoglalom a működőtőke áramlást meghatározó tényezőkkel kapcsolatos főbb nemzetközi tapasztalatokat és elméleteket. Majd megvizsgálom, hogy Magyarországon esetében ezek a meghatározó tényezők mennyire voltak relevánsak az 1990-es években. Az elemzett meghatározó tényezők a következők: GDP növekedése, népesség nagysága, végső fogyasztás mértéke, mint a piac méretének alkotóelemei, valamint az ország nyitottságát mutató import volumen, az elemzés tárgyát képezte továbbá a privatizáció szintjének alakulása, az adózási rendszer, a munkaerő költsége és minősége. A vizsgálat módszerre regressziós modell.

Az elemzés eredménye alapján világossá válik, hogy Magyarország vonatkozásában hosszútávon a munkaerő minősége gyakorolta a legnagyobb vonzerőt a működőtőke áramlására. Mindebből az a konklúzió vonható le, hogy Magyarország versenyképességét a nemzetközi tőkepiacon az oktatás és a K+F tevékenység támogatásával lehet fenntartani.

Kulcsszavak: működőtőke, FDI, munkaerő költsége, adó, nemzetközi versenyképesség, privatizáció

1. Bevezetés

A '90-es években a külföldi működőtőke áramlás (FDI) a világgazdaság egyik legfontosabb jelenségévé vált. A közép-kelet-európai országokban kiemelkedő jelentőségét annak köszönhetjük, hogy a gazdasági átalakulás a külföldi tőke segítségével nélkül sokkal lassabban vagy egyáltalán nem történt volna meg. Ez különösen Magyarországra igaz. A magyar piacgazdasági átmenet működőtőke nélkül nem valósulhatott meg, mert nem akkumulálódott elegendő hazai tőke a privatizáció véghezviteléhez. Ebből kifolyólag a magyar kormány közvetlenül a rendszerváltozást követően szélesre tárta a kapukat a külföldi befektetők előtt. A gazdaságpolitika erős ösztönzőrendszeren keresztül próbálta idevonzani az átalakuláshoz szükséges tőkét. A kérdés az, hogy ezek az ösztönzők megfelelőek, illetve elegendőek voltak-e az akvizíciók lebonyolításához, valamint a privatizációt követően megtudta-e őrizni Magyarország vonzóerejét a működőtőke piacon.

A tanulmány célja azoknak a tényezőknek az azonosítása, amelyek valóban hozzájárultak Magyarországon tőkepiaci versenyképességének fenntartásához. E faktoroknak a meg-

* Katona Klára, egyetemi adjunktus, Pázmány Péter Katolikus Egyetem Jog- és Államtudományi Kar (Budapest); A tanulmány az OKTK A/0185/2004. számú pályázat támogatásával készült.

ismerése a gazdaságpolitika számára is fontos információkat hordoz, hiszen azoknak a területeknek a támogatására és erősítésére kell koncentrálnia a mindenkori kormányzatnak, amelyek biztosítják Magyarország számára a versenyképesség megőrzését.

A tanulmány a következő szerkezeti elemekből épül fel: az első fejezetben a tudományos háttér bemutatására kerül sor, a második fejezet a magyarországi FDI-ra ható tényezők elemzésének módszertani ismertetését tartalmazza, a harmadik fejezetben az eredményeket összegzem, a negyedik fejezetben kerül megfogalmazásra a konklúzió.

2. A szakirodalmi háttér bemutatása

2.1. *A külföldi működőtőke beruházás (FDI) meghatározása és hatótényezői*

A külföldi működőtőke beruházáson 10%-ot meghaladó mértékű tulajdoni arányt értünk egy külföldi cégben, mely a külföldi cég feletti részbeni vagy teljes ellenőrzéssel párosul. Célja – a portfólió befektetéssel ellentétben – hosszú távú. (Árva 1997)

A külföldi működőtőke beruházásokon belül négy alapvető csoportot különböztetünk meg:

- zöldmezős beruházások: teljesen új vállalatok létesítése
- akvizíció: meglévő vállalatok részbeni vagy teljes felvásárlása
- nyereség visszaforgatása, újra befektetése
- hosszúléjárátú kölcsön nyújtása anya- és leányvállalata között.

A befektetői motivációk alapján további típusait határozhatjuk meg a külföldi működőtőke áramlásnak. A befektetői motivációk a befogadó ország adott jellemzőiből fakadnak, amelyek az UNCTAD osztályozása szerint három alapvető kategóriába sorolhatók:

1. *Politikai háttér:* Milyen mértékű az ország stabilitása (politikai, társadalmi, gazdasági vonatkozásban egyaránt), a törvényi szabályozás állandósága a külföldi tulajdonú leányvállalatok létrehozása és működése kapcsán? Vannak-e nemzetközi egyezmények, kereskedelempolitikai intézkedések, melyek kihatással bírnak a működőtőke áramlásra?

2. *Üzleti háttér:* Vannak-e beruházásösztönzők, támogatások? Milyen nagyok a korrupciós költségek? Milyen a pénzügyi infrastruktúra, a banki, számviteli háttér fejlettsége? Milyen színvonalú a gazdasági erkölcs?

3. *Gazdasági háttér,* amely az alábbi meghatározó tényezőkre bontható

- *Piacközpontú FDI meghatározói:* piac mérete, egy főre jutó jövedelem, regionális és nemzetközi piacok elérhetősége, piac növekedési képessége
- *Erőforrásközpontú FDI meghatározói:* ásványi anyagok, energiaforrások, földek, ingatlanok árai, bérleti díjai, olcsó képzetlen és képzett munkaerő.
- *Hatékonyágközpontú FDI meghatározói:* a munkaerő termelékenységhez viszonyított eszközkiadás, a szállítás és a kommunikáció fejlettsége
- *Eszközközpontú FDI meghatározói:* fizikai infrastruktúra állapota, innováció szintje. (Forrás: IV.1 tábla (91. o.) of UNCTAD 2001.)

A nemzetközi szakirodalom a fent felsorolt motivációs tényezők jelentőségét különbözőképpen értékelte.

Dunning (1977), (1981) a mikro- és makrogazdasági előnyöket, mint a működőtőke meghatározóit, hármas csoportba sorolja. Megkülönbözteti a tulajdonlási, a helyzeti és az internalizációban megmutatkozó előnyöket.(OLI)

A tulajdonlási (*ownership*) előnyökhöz sorolja a K+F eredmények, a humántőke, a piaci bevezettség, illetve a védjegyek, márkák birtoklásából fakadó versenyelőnyöket.

A helyzeti (*location*) előny jellege attól függ, hogy milyen típusú multinacionális vállalat fektet be külföldre. A horizontális integráció keretében terjeszkedő multi a kereskedelmi akadályok el-, vagy kikerülése okán hoz létre leányvállalatot külföldön és szerez helyzeti előnyt a vámokkal, kvótákkal küszködő versenytársakkal szemben. A vertikális integráció a termelési tevékenység minden szakaszát egy kézben összpontosítva az olcsóbb termelési költségekből fakadó előny miatt hoz létre külföldi telephelyet.

Internalizációs (*internalisation*) előny akkor mutatkozhat meg, ha például az immateriális eszköz tulajdonosa tart a licenc átvevőjének megtévesztő magatartásától, vagy ha a két fél közötti kapcsolat nem foglalható egyszerű és kikényszeríthető szerződésbe. Internalizációs előny származhat még az elszámoló árak alkalmazásából adódó stratégiai előnyökből is.

Imad A. Moasa és Buly A. Cardak (2003) nagyszámú empirikus és elméleti anyag áttanulmányozása után kijelentik, hogy nincs olyan széles körben elfogadott változó, melyet a működőtőke tényleges meghatározójának tekinthetünk. Az olyan hatótényezők, mint a munkaerő költsége, a kereskedelmi akadályok, az adópolitika, stb. mind pozitív, mind pedig negatív hatást is gyakorolhatnak a működőtőke áramlására attól függően, hogy milyen régióban, milyen változókkal együttesen, illetve milyen regressziós modell alkalmazásával vizsgálták a hatásmechanizmust.

Chakrabarti (2001) a fentiekkel összhangban összegyűjtötte az empirikus vizsgálatok eredményeit, és többek között az alábbi megállapításokat tette:

- A munkaerő költségének növekedése negatív hatást gyakorol a működőtőke beáramlására, ha hatását együttesen vizsgálják a növekedési rátával, az inflációval és a külkereskedelmi egyenleg alakulásával. Pozitív hatású azonban, ha az adókkal, illetve az ország nyitottságával együtt kerül kiértékelésre.
- A növekedési ráta akkor pozitív hatását az FDI-ra vonatkozóan, ha az inflációval, a külkereskedelmi deficittel és a bérek alakulásával együtt elemzik.

Moosa és Cardak említett munkájában nyolc magyarázó faktort vizsgált meg a működőtőke áramlásra gyakorolt hatásuk alapján, melyek a következők voltak: az egy főre jutó GDP nagysága, a GDP növekedési üteme, az export aránya a GDP-n belül, a telefonvonalak száma, az egy főre jutó energiafelhasználás, a K+F kiadások volumene, a felsőfokú végzettségűek száma, az országhoz tartozó kockázat mértéke.

A szerzők arra a következtetésre jutottak, hogy csak két tényező hatása bizonyult erősnek a teljes mintában, méghozzá az export GDP-hez viszonyított aránya és a telefonvonalak száma.

Az adózás és az FDI viszonyát többek között Agnès Bénassy-Quéré, Lionel Fontagné, és Amina Lahrèche-Révil (2003) elemezték. Nézetük szerint a tökéletes tőkemobilitás nem jelenti azt, hogy a működőtőkének érzékenyen kellene reagálnia az adókülönbségekre. Rámutattak arra, hogy az adókülönbségekre építő tőkeáramlás a kisméretű országoknál nagyobb jelentőséggel bír, mint a nagyobb országok esetében, éppen ezért a kis országok nagyobb hajlandóságot mutatnak az adócsökkentés révén megvalósuló működőtőke ösztönzés bevezetésére, mint a nagy országok.

Felmérésük során 1984 és 2000 között 11 OECD országban vizsgálták meg a kétoldalú működőtőke áramlás és az adókülönbségek kapcsolatát. Kimutatták, hogy az adókülönbségek hatása nem szimmetrikus: míg a befogadó ország alacsonyabb adóterhei nem gyakoroltak szignifikánsan pozitív hatást a tőkebeáramlásra, addig a magasabb adók ten-

denciózusán elriasztották a külföldi befektetőket. Ez utóbbi esetben is csak a nagyobb arányú adókülönbség bírt negatív hatással az FDI-ra. Ha csak kismértékben volt magasabb a befogadó ország adóterhe a befektető országénál, akkor ez önmagában még nem tántorította el a befektetőket.

Ugyanakkor felhívják a szerzők arra is a figyelmet, hogy a transzferárak és a belső vállalati kölcsönök révén a nyereség abba az országba csoportosítható át, ahol alacsonyabb adókat kell a cégeknek fizetniük. Ez viszont azt jelenti, hogy az adókülönbségek nem játszanak igazán meghatározó szerepet a telephely kiválasztásakor.

A tanulmány az adókülönbségeken túlmenően a következő tényezők hatását is megvizsgálta: beruházó–befogadó ország piaci potenciálja és mérete, beruházó–befogadó országok közötti távolság, közös nyelv megléte, munkaerőköltségek közötti különbség, ár-folyam, költségvetési kiadások nagysága.

2.2. *A kelet-közép európai országokba áramló tőke meghatározó tényezői*

Claudia M. Buch, Robert M. Kokta, Daniel Piazolo (2003) az 1990–1998-as időszakban észlelhető változásra, a Dél-Európa helyett Kelet-Közép-Európára koncentrálódó tőke-mozgás indítékaira keresték a választ. Az úgy nevezett gravitációs modell segítségével kiszámították a várható FDI volumenét, majd az így kapott eredményt összehasonlították a tényleges adatokkal. Arra a következtetésre jutottak, hogy nem mutatható ki közvetlen kapcsolat a két régió működőtőke áramlásának változása között. Egyszerű koincidienciáról van szó tehát: amikor Kelet-Közép-Európa országai kitérték kapuikat a külföldi befektetők előtt, akkor kezdett csökkenni a Dél-Európába áramló tőke. Ez utóbbi csökkenésének okát pedig abban látták, hogy a dél-európai országok működőtőke állománya (stock) elérte az országra jellemző egyensúlyi szintet, ezért szükségképpen csökkent az éves (flow) FDI mértéke is.

Beyer (2002) vizsgálta a működőtőke áramlás szerepét a térség piacgazdaságra való átállásban, illetve azoknak az ösztönzőknek a hatékonyságát, melyeket a közép-kelet-európai országok a működőtőke becsalogatása érdekében vezettek be. Elemzése során nem talált szignifikáns kapcsolatot az adókedvezmények és az FDI volumene között. Ugyanakkor hangsúlyozza, hogy a különböző empirikus tanulmányok eredményei nagyban függték az alkalmazott módszertől is.

Milan Sedmihradsky (2001) és Stanislav Klazar is végzett vizsgálatokat a tárgykörben és régióban. Úgy találták, hogy a beruházási ösztönzők magas hatékonysággal működtek, ugyanakkor rámutattak arra is, hogy az adókedvezmények önmagukban nem bírtak elég vonzerővel a külföldi befektetők számára. Az adminisztrációs terhek és költségek szintén a mérlegelés tárgyát képezték.

Kai Carstensen és Farid Toubal (2004) a fentiekkel összhangban nagy jelentőséget tulajdonítanak a hagyományos ösztönzőknek (úgy mint piaci potenciál, kereskedelmi költségek, alacsony munkaerőköltség, társasági adó mértéke stb.) a Kelet-Közép-Európába befektetők motivációi között. Azonban hangsúlyozzák azoknak a speciális faktoroknak a hatását is, melyek ebben a régióban kiemelkedő jelentőséggel bírtak, így a privatizáció meghatározó típusai vagy az országhoz tartozó mértéke.

Bevan és Estrin (2000) szerint a politikai tényezők, de elsősorban az Európai Unióhoz való csatlakozás volt hatással a tőkemozgásra.

Meyer (1995) a Kelet-közép Európába áramló tőke legfőbb vonzerejét a helyi piacokban látta. Nézete szerint a termelési költségek alacsony szintje nem játszott döntő sze-

repet a tőke idecsalogatásában. Ezt az elképzelést többé-kevésbé Lankes és Venables (1996) is osztja. Szerintük a fogyasztókhoz való közelség és az új piacok megszerzésének lehetősége csábította ebbe a térségbe a tőkét. A tényező költségek miatti előnyök, csak az exportorientált ágazatokban bírtak jelentőséggel.

Az EBRD 2000. évi felmérése szerint az új piac megszerzésének lehetősége a Kelet-Közép-Európába áramló tőke 88%-át magyarázta meg a '90-es évek során, míg az alacsony tényező költség, ezen belül is a munkaerő költsége csak a befektetők 38%-át befolyásolta.

2.3. Rövid körkép a Magyarországra áramló tőke értékeléséről

Az FDI-ra ható okok meghatározásában a magyar teoretikusok sem állnak teljesen azonos platformon. 1996-ban Kaderják Péter a Közgazdasági Szemlében megjelent cikkében vizsgálja a munkaerőköltség és a működőtőke közötti korrelációt. Empirikus kutatásai meglepő eredményre vezettek: minél magasabb bérek jellemezték egy adott régiót Magyarországon belül, annál nagyobb arányú volt a külföldi tőke jelenléte. Következtetései szerint a kvalifikált, ennél fogva drágább munkaerő nagyobb vonzerőt gyakorolt a befektetőkre, mint az olcsó, képzetlen munkások alkalmazásának lehetősége.

Antalóczy (2000) az adóhatás szerepének csökkenését abban látja, hogy a külföldi cégek beruházásaik finanszírozására egyre gyakrabban belső, vállalati kölcsön formájában, nem pedig a jegyzett tőke emelésével juttatnak forrásokat a leányvállalatnak. Mindebből az következik, hogy az anyavállalat számára a beruházás a pénzügyi jellegű ráfordításként elszámolható, így adómentes kamatok formájában térül meg.

Pitti, Zoltán (2003) az alábbi tényező együttesben látja a Magyarországra áramló tőke fő motivátorait:

- politikai hatás
- növekvő piac
- privatizáció
- munkaerő olcsósága
- infrastrukturális alapok
- adózási kedvezmények

Fontosnak tartja az EU harmonizációból fakadó szükségszerű változások mérlegelését, melyek jelentősen csökkenthetik az általa mérvadónak tartott tényezők jelentőségét.

Összefoglalva a fentiekben bemutatott módszerek, elméletek és kutatások eredményeit, az alábbiakban mindazon vitatott tényezők hatását megvizsgálom, melyek befolyással bírhattak a '90-es évek Magyarországra irányuló tőkebefektetéseire, s melyeket az említett szerzők ilyen vagy olyan okoknál fogva fontosnak véltek. Ezek alapján az elemzett faktorok a következők:

GDP növekedési üteme – Népség – Végso fogyasztás: a piac méretének indikátoraiként

- Import volumen: az ország nyitottságának jelzőjeként
- Privatizáció szintje
- Költségvetési támogatások – Adózás
- Munkaerő költsége és kvalifikáltsága

3. Módszertan

3.1. A hatótényezők értelmezése

A piacméret megközelítésére a GDP növekedési üteme, illetve a végső fogyasztás alakulása szolgált. A népesség száma – mivel a vizsgált periódusban gyakorlatilag állandó volt – kiesett a magyarázóváltozók közül.

Az ország nyitottságának mértékét az import volumenével közelítettem meg. A privatizáció jelentősége a privatizációs bevételek alakulása alapján került kiértékelésre.

Az adórendszer hatását elsősorban a társasági adó mértékének változásával mértem. További vizsgált tényezők voltak a munkaerő költsége és kvalifikáltsága, ez utóbbit a felsőfokú végzettségűek számának változása jelezte.

3.2. Adatok és források

Magyarország éves és kumulált működőtőke állományának változása (folyóáron forintban) – KSH

Hatótényezők értékeinek meghatározása – Magyar Statisztikai Évkönyv

Az adóhatás vizsgálatához igénybevett további források: Eurostat, APEH STADI

A külföldi tulajdonú vállalatok termelékenységű adatai – Pitti Zoltán (2002) cikke alapján. Külföldi tulajdonnak tekintette azokat a vállalatokat, amelyekben a külföldi tulajdoni hányada meghaladta az 50%-ot.

3.3. Módszertan

Az alábbi hipotézisek mindegyike a FDI-t befolyásoló tényezőkkel kapcsolatos, így az FDI-t magyarázó regressziós modellben vizsgáltam az egyes változókat. Mivel a különböző változók részben egymásra is hatással voltak, az egyes változók közötti korrelációt is mértem, kontrollváltozók beiktatásával.

A vizsgálat során kétfajta FDI adatsorral dolgoztam. Az egyik a rövidtávú hatásokat, az adott évi FDI változását mutató folyó (flow) adatok, a másik a hosszabb távú hatásokat (illetve a működőtőke megtartásának képességét is) érzékeltető állományi (stock) adatok voltak. A két adatsort befolyásoló változók között igen jelentős különbség mutatkozott.

3.4. Kutatási hipotézisek

H1: A privatizáció folyamata meghatározó szerepet játszott a Magyarországra áramló működőtőke nagyságában. A privatizáció lezárulásával az ország tőkevonzó képessége csökkent.

H2: Az adókedvezmények nem voltak hatással a magyarországi FDI alakulására

H3: Az alacsony munkaerőköltség nem vonzotta Magyarországra a külföldi befektetőket.

H4: A munkaerő kvalifikáltsága meghatározó volt a külföldi működőtőkét befektetők számára Magyarországon.

4. Hatótényezők alakulása, az eredmények értékelése 1990–2002 között

4.1. A piac mérete, nyitottsága és az FDI

A vizsgált periódus nagyobb részében, pontosabban 1993-tól Magyarország GDP-je folyamatos növekedést mutatott, habár a növekedés mértéke a konjunkturális ciklusoktól függően hullámzó volt. Ugyanakkor a népesség száma alig változott, csupán 1,5%-kal csökkent a periódus végére. A végső fogyasztás az évtized közepén az előző évek százalékában csökkent, majd 1997-től elindult a növekedés. Az ország nyitottságát jelző import-volumen nagyságára jelentős expanzió volt jellemző az elmúlt évtizedben.

E tényezők hatásának vizsgálatakor azonban nem lehet figyelmen kívül hagyni az eredményváltozó és a magyarázóváltozók közötti kölcsönhatást, hiszen a működőtőke beáramlása egyértelműen növelte Magyarország GDP-jét, és az import mértékét is alapvetően meghatározta (ugyanis Magyarország legnagyobb importőrei éppen a külföldi tulajdonú cégek). Ennek következtében az ok-okozati kapcsolat iránya nehezen állapítható meg.

1. táblázat A GDP és az import alakulása Magyarországon (1990–2002)

Év	Népesség január 1-én (ezer fő)	GDP (millió Ft folyóáron)	GDP volumenindex (%)	Végső fogyasztás volumenindex (%)	Import (millió HUF)
1990	10375	2089,3	–		556,0
1991	10373	2530,5	–	94.8%	855,6
1992	10374	2935,1	94%	100.4%	878,5
1993	10365	3548,3	99%	105.4%	1162,5
1994	10350	4364,8	103%	97.6%	1537,0
1995	10337	5614,0	102%	93.5%	1936,4
1996	10321	6893,9	101%	97.0%	2763,9
1997	10301	8540,7	105%	102.2%	3961,1
1998	10280	10087,4	105%	103.9%	5511,5
1999	10253	11393,5	104%	104.2%	6645,6
2000	10222	13172,3	105%	104.4%	8064,0
2001	10200	14849,6	104%	105.4%	9605,0
2002	10175	16743,7	104%	108.8%	9704,0

Forrás: KSH

A regresszió eredménye:

A végső fogyasztás változása, illetve a GDP alakulása a vizsgált időszakban nagyon hasonló jellemzőkkel rendelkezett, (Pearsons corr. 0,955 sig: 0,000), a piacméret, mint magyarázó tényező vizsgálatához a két változó egyikének felhasználása is elegendő volt.

A piacméret az FDI stock adatokat vizsgálva, más faktorváltozókkal együtt kiesik a regressziós modellből, míg a FDI flow adatok esetén, egyenesen negatív korreláció áll fent. Ez tehát azt jelentené, hogy a növekvő piac rontja az ország tőkevonzó képességét. (Ez nyilván más változók torzító hatásával magyarázható).

4.2. A privatizáció szintje és az FDI

A privatizációs bevételek az alábbiak szerint alakultak a vizsgált periódusban.

2. táblázat. ÁPV Rt privatizációs bevételei (milliárd Ft)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Privatizációs bevétel	0.67	31.36	77.23	169.91	156.67	481.04	176.51	350.37	111.84	132.51	58,21

Forrás: <http://www.apvrt.hu/menu1/v22150.html>

Mivel a privatizációs folyamat egy egyszeri, az évtized második felére lezáruló, így hatását csak a periódus elején érzékeltető jelenség, így a hosszú távú (stock) FDI alakulását nem, csak a rövid távú (flow) adatokra vonatkozó korrelációját elemeztem.

Megvizsgálva privatizáció mértéke, és az FDI flow adatok közötti összefüggést, rendkívül erős kapcsolatot fedezhetünk fel. (Pearsons corr: 0,844 sig: 0,001)

A regressziós modellből kiderül, hogy az FDI-t leginkább meghatározó változó a privatizáció alakulása, mégpedig olyan mértékben, hogy a társasági adó kivételével minden más változót kizár a magyarázó modellből. (A privatizáció csúcsa (energiaszektor eladása) éppen egybeesik a társasági adó mértékének csökkenésével, és az adókedvezmények bevezetésével.)

4.3. Adópolitika, ezen belül a társasági adó alakulása és az FDI

Az adófajták közül a társaságok nyereségét terhelő társasági adó és a hozzá kapcsolódó adókedvezmények hatását vizsgáltam. A társasági adó mértéke a kezdeti 40, majd 36%-ról 1995-ben drasztikusan lecsökkent. 18%-os mértékével a térség legalacsonyabb társasági adóterhe volt az évtized második felében. Ezen túlmenően a '90-es évek elejétől fogva a külföldi tulajdonú vállalatok speciális adókedvezményekben is részesültek. Kezdetben a minimálisan 30%-os külföldi részesedéssel bíró cégek 50 millió forintot meghaladó beruházás esetében, adókötelezettségüket 60%-kal csökkenthették a működés első 5 évében, majd a további 5 évben 40%-os adókedvezményt vehettek igénybe. 1993-ban ezt a rendszert módosították: az 500 millió forintot meghaladó mértékű újra befektetések esetén 10 éves adómentességet biztosítottak a külföldi befektetőnek. 1998-tól a fejletlen régiókba irányuló, minimum 10 milliárd forintos beruházások esetében újabb 10 éves adómentességet kaphatott a cég. További kritérium volt 500 új munkahely teremtése is. Ez a kedvezmény 2011-ig vehető igénybe. Easson (1998) hívja fel egyik cikkében a figyelmet a vámszabadterületek és az egyéb speciális zónák, régiók jelentőségére is a kelet-közép-európai régióban. Így például a magas munkanélküliséggel jellemezhető térségekben további 5 év adómentességet kaphatott a befektető. (Az EU-hoz való csatlakozás jogharmonizációs törekvései ezeknek a kedvezményeknek a visszaszorulását jelentik, de az általam vizsgált periódust még nem érintette.)

Ha az alacsony adókulcs mellett figyelembe vesszük az adókedvezmények mértékét is, akkor Magyarországon átlagosan 12%-os társasági adóval lehetett számolni, ami már igen közel esik az adóparadicsom kritériumának számító 10%-os mértékhez.

Magyarországon speciális jogi szabályozás alá esnek az úgy nevezett offshore cégek. Az offshore cégek profitjuk után csupán 3%-os adót fizetnek, ami már kimeríti az OECD listáján felsorolt káros adóverseny fogalmát.

E három százalékos adó „kiérdekléséhez” a következő kritériumoknak kell megfelelnie a cégeknek:

- Az egyik tulajdonos sem lehet magyar
- A menedzsment többsége azonban magyar kell, legyen
- Nincs semmilyen más magyar cégben részesedése
- Magyar cég végezze a könyvvizsgálatot
- Magyarországon vezesse az offshore cég a bankszámláját.

További offshore cégek alapításának lehetősége 2000-ben megszűnt

Az alábbi táblázat foglalja össze a magyar és külföldi vállalatok által fizetett társasági adó, illetve az általuk igénybevett támogatások és adókedvezmények alakulását 1996–2000 között. Azt tapasztaljuk, hogy a külföldi vállalatok adófizetése és általános terhei majdnem megtriplázódtak a vizsgált periódusban, ami e vállalatok magasabb termelékenységevel, illetve nyereségességével van összefüggésben. Az adókedvezményekből való részesedésük szinte kizárólagos, ugyanakkor tendenciájában csökkenő.

3. táblázat. A magyar és külföldi tulajdonú cégek társasági adóterhei és kedvezményei

	1996	1998	2000	Index (%) 2000/1996
Társasági adó (milliárd HUF)	117.3	172.2	224.4	191.3%
magyar vállalatok	82	102	121.6	148.3%
külföldi vállalatok	35.3	70.2	102.8	291.2%
külföldi vállalatok aránya	30.1%	40.8%	45.8%	
Támogatások (milliárd HUF)	93.1	111.3	167.0	179.4%
magyar vállalatok	59.5%	68.0%	110.1%	185.0%
külföldi vállalatok	33.6%	43.3%	56.9%	169.3%
külföldi vállalatok aránya	36.1%	38.9%	34.1%	
Adókedvezmények(milliárd HUF)	39.5	92.5	100.7	254.9%
magyar vállalatok	1.5%	3.1%	7.4%	493.3%
külföldi vállalatok	38.0%	89.8%	93.3%	245.5%
külföldi vállalatok aránya	96.2%	97.0%	92.7%	

Forrás: Pitti (2002)

A regresszió eredménye:

A társasági adó mértéke, első olvasatban erősen, ($-0,794$ sig: $0,001$) korrelál a FDI (stock) alakulásával. A hipotézis szerint azonban ez a jelenség sokkal inkább a FDI alakulására ható más változók hatása, mintsem a társasági adóé.

Hipotézis ellenőrzése:

A társasági adó változó a regressziós modellekben, bármely más, faktorváltozóval együtt (fogyasztás, fogyasztás növekedése, import alakulása, felsőfokú végzettséggel rendelkezők száma) vizsgálva, kiesett a magyarázó modellből.

Parciális korrelációval hasonló eredményekre jutottam. A viszonylag nagy korrelációt a beiktatott kontrollváltozó, minden esetben, oly mértékben legyengítette, hogy az már semmiképpen nem volt szignifikánsnak nevezhető.

A hatás indirekt vizsgálatához megnéztem a legerősebb magyarázóértékkel rendelkező mutató, a felsőfokú végzettségűek számának FDI-re gyakorolt hatását az 1994 utáni időszakra, ahol a társasági adó mértéke folyamatosan 18% volt, illetve az 1990–2002-es időszakra is, ahol 1994-ig a társasági adó 40%-ról 18%-ra csökkent. A két táblázatból kiderül, hogy a felsőoktatásban résztvevők számának magyarázó ereje a két modellben (tehát ahol a társasági adó mértéke konstans, és ahol változik), nem különbözik jelentős mértékben.

Az FDI flow adatokkal ugyanakkor a társasági adó erőteljesen korrelál, (Pearsons corr.: 0,760 sig. 0,007) és ezt a beiktatott, a privatizáció mértékét jelző kontrollváltozó sem gyengíti le.

Ez tehát azt jelenti, hogy a társasági adó csökkentése rövidtávon növelheti az FDI-t, az ország tőkemegtartó képességét azonban nem befolyásolja.

4.4. A munkaerő költsége valamint kvalifikáltsága és az FDI

A munkaerő költségének alakulását a német átlagbérekkel összehasonlítva az alábbi táblázat érzékelteti.

4. táblázat. Átlagos havi bruttóbérek (Euróban, 1Euro = 254HUF)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Németországban	2129	2236	2325	2426	2461	2511	2573	2688
Magyarországon	88	107	131	153	184	225	267	304
Társadalombiztosítási járulékkal együtt Mo-on	127	154	189	220	265	324	371	404

Forrás: KSH és www.eurostat.com

Jól látható, hogy az elmúlt évtizedben a magyar munkaerő bruttó átlagbére folyamatosan növekedett, méghozzá jelentős mértékben, több mint háromszorosára. (A személyi jövedelemadó sávja 20% és 40% között mozgott az egész időszakban). A munkaerő költségének emelkedése ennél mérsékeltebb volt, hiszen a bérre jutó TB járulék nagysága jelentősen csökkent, a kezdeti 44%-ról 29%-ra zsugorodott. (Az EU országok TB járuléakai 25%–30% között mozognak). A bérek járuléakai tehát a csökkentés ellenére is az EU országok hasonló terheinek felső értékeihez közelítenek. Összességében azonban a járulékok vetítési alapja, a bruttó bér annyival alacsonyabb az EU országokban megszokottól, hogy az olcsó munkaerőköltség által motivált befektetők szempontjából Magyarország versenyképességét csak a még szegényebb balkáni országok veszélyeztethetik Európában.

A relative alacsony munkabérek mellett fontos azt is megemlítenem, hogy 1996 és 2000 között a személyi jellegű ráfordítások aránya az összes ráfordítás között 2,04%-kal csökkent a külföldi tulajdonú vállalatok esetében, ami a munkaerő költség jelentőségének hanyatlására hívja fel a figyelmet.

5. táblázat. Személyi jellegű ráfordítások aránya az összes ráfordításokhoz viszonyítva

	1996	1998	2000
Magyar vállalatok	10.7%	10.6%	9.9%
Külföldi vállalatok	11.8%	9.9%	9.4%

Forrás: Pitti (2002)

A munkaerő költségének jelentősége nem elemezhető a munkaerő termelékenységének vizsgálata nélkül. A külföldi tulajdonú vállalatok hozzájárulása Magyarország GDP-jéhez 1996 és 2000 között mindvégig meghaladta a teljes vállalati szektor hozzájárulásának 50%-át. (A külföldi vállalatok száma a teljes vállalati szektorban ugyanakkor nem érte el a 12%-ot.). Mindaddig tehát, amíg a munkaerő termelékenységének növekedése meghaladja a munkaerő költségének növekedését, addig ez a tényező nem befolyásolja negatívan Magyarország versenyképességét a tőkepiacon.

6. táblázat. A külföldi tulajdonú vállalatok GDP-hez való hozzájárulása

	1996	1998	2000	Index (%) 2000/1996
Összes vállalati (milliárd HUF)	2410.5	2824.5	3124.8	129.6%
Külföldi vállalatok	1119.2	1460.7	1647.5	147.2%
Külföldi vállalatok aránya	46.4%	51.7%	52.7%	

Forrás: KSH

A munkaerő termelékenysége sok esetben összefügg minőségi színvonalával is, vagyis képzettségével. A magyar munkaerő kvalifikáltságát – ahogy ezt a módszertanban már ismertettem – a felsőfokú végzettséggel rendelkezők számával mértem. Ez a szám a vizsgált periódusban folyamatosan emelkedett. 1990-től 2002-ig a felsőfokú képzéssel rendelkezők száma majdnem megkétszereződött.

A regresszió eredménye:

A munkaerő költségének hatása az FDI-ra:

Az FDI és a bérköltségek közötti korreláció pozitív értéket mutatott, ami csak azzal magyarázható, hogy az egyéb tényezők messzemenőkéig ellensúlyozták a bérköltség növekedésének FDI-ra gyakorolt negatív hatását.

A kontrollváltozók beiktatása is azt a hipotézist erősítette meg, hogy a munkabérköltség növekedése nincsen szignifikáns hatással az FDI-ra.

A magas képzettség hatása az FDI-ra:

A modell magyarázó értéke = 0,987. Ez azt jelenti, hogy a felsőfokú végzettségűek száma 98,7%-ban magyarázza a FDI mértékének alakulását. (Ez az eredmény szignifikáns). Értelemszerűen a képzettségnek az FDI (stock) adatokra gyakorolt, vagyis hosszú távú hatása ilyen kiemelkedő. Rövidtávon az FDI (flow) adatok vonatkozásában a magyarázó erő már nem jelentős.

5. Összegzés

A tanulmány arra tett kísérletet, hogy feltárja a Magyarországra áramló külföldi működőtőke legfőbb mozgatórugóit a '90-es években. A regressziós modell segítségével a felállított hipotézisek többé-kevésbé beigazolódtak.

A privatizáció a magyar tőkeberuházásokat alapvetően meghatározó tényező, melyhez képest minden más tőkevonzó faktor háttérbe szorul.

A magyar kormányok jelentős erőfeszítéseket tettek, hogy adókedvezmények és támogatások révén becsalogassák, illetve itt tartsák a külföldi befektetőket. Rövid távon sikerült is elérni ezt a célt, hosszú távon azonban nem motiválta a társasági adó csökkentése a befektetőket.

A munkaerő költségének a '90-es évek második felében tapasztalható növekedése sem rövid távon, sem pedig hosszú távon nincs befolyással a beáramló működőtőkére. Ennek több magyarázata is lehetséges. Egyrészt a magyar munkaerő költsége – a növekedés és a relatíve magas közterhek ellenére – továbbra is jelentősen elmarad a fejlett európai országok átlagbérköltségeitől. Másrészt a '90-es években a munkaerő termelékenységének növekedése ellensúlyozta a munkaerő költségeinek viszonylagos emelkedését.

Magyarország tőkepiaci versenyképességét hosszú távon a képzett munkaerő biztosította a legjobban.

Az elemzés eredménye alapján kijelenthető, hogy Magyarországon tartós hatást a működőtőke áramlására a munkaerő minősége gyakorolt. Mindebből az a konklúzió vonható le, hogy Magyarország versenyképességét a nemzetközi tőkepiacon az oktatás és a K+F tevékenység támogatásával lehet hosszú távon fenntartani.

Felhasznált irodalom

- Antalóczy K. – Sass M. 2000: Működőtőke-áramlások, befektetői motivációk és befektetés-ösztönzés a világgazdaságban és Magyarországon, *Közgazdasági Szemle*, XLVII.
- Árva L. 1997: Külföldi működőtőke, hazai beszállítói kapcsolatok, külkereskedelmi mérleg és technológiai transzfer, *Közgazdasági Szemle*, 47, 5, 473–496. o.
- Árva L. – Dizcházi B. 2003: Globalisation and Foreign Direct Investment in Hungary (EURO-MIDI Kft) ISBN 963 204 272 7
- Bevan, A. – Estrin, S. 2000: *The Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies*, (William Davidson Institute Working Paper, no. 342.)
- Bénassy-Quéré, A. – Fontagné, L. – Lahréche-Revil, A. 2003: *Tax Competition and Foreign Direct Investment CEPII*, Workin Paper No 2003–17
- Beyer, J. 2002: „Please invest in our country” – how successful were the tax incentives for foreign investment in transition countries? *Communist and Post-Communist Studies*, 35, 2, 191–211. o.
- Buch, C. M. – Kokta, R. M. – Pizolo, D. 2003: Foreign direct investment in europe: Is there redirection from the South to the East. *Journal of Comparative Economics*, 31, 1, 94–109. o.
- Carstensen, K.–Toubal, F. 2004: Foreign direct investment in Central and Eastern European countries: a Dynamic panel analysis. *Journal of Comparative Economics*, 3–22. o.

- Chakrabarti, A. 2001: The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions, *Kyklos*, 54, 89–114. o.
- Dunning, J. 1977: Trade, location of economic activities and the MNE: A search for an eclectic approach.” In: Hesselborn, P.-O. – Phlin, B. – Wijkman, P.-M. (szerk.): *The International Allocation of Economic Activity*. London: MacMillan, 395–418. o.
- Dunning, J. 1981: *International Production and the Multinational Enterprise*, London: George Allen and Unwin
- Easson 1998: Duty-Free Zones and Special Economic Zones in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union, *Tax Notes International*, February 9, 1998, 445. o.
- Kaderják P. 1996: A hazai közvetlen külföldi befektetéseket meghatározó tényezőkről – egy kvantitatív elemzés, *Közgazdasági Szemle* 43, 12. 1072–1087. o.
- Khac, N. L. – Sedmihradsky, M. – Svarcova, I. – Trytko, D. 2001: *Tax and Social Security Systems for Economic Growth*, paper delivered at the 57th Congress of the International Institute of Public Finance
- Lankes, H. P. – Venables, A. J. 1996: Foreign direct investment in economic transition: the changing pattern of investments, *The Economics of Transition*, 4, 2.
- Meyer, K. 1995: Direct Foreign Investment in Eastern Europe. The Role of Labour Costs, *Comparative Economic Studies*, 37, 4, 69–88. o.
- Moosa, I. A. – Cardak, B. A. 2003: *The Determinants of Foreign Direct Investment: An Extreme Bounds Analysis*, School of Business discussion paper A 03.02. Bundoora: La Trobe University, School of Business
- OECD 1998: *Harmful Tax Competition: an Emerging Global Issue*
- Pitti Z. 2003: *Az integrációk adózása és az adók integrálódása*. Taxation of Integrations and Integration of Taxation. presentation at Association of Hungarian Economics
- Pitti Z. 2002: *The Production of Hungarian Economy according to the ownership of the enterprises*. (Office of Minister President, Budapest)

A közszféra szerepe az informális kockázatitőke-piac ösztönzésében*

Kosztópulosz Andreász**

Noha elvitathatatlan a növekedni képes, innovatív kisvállalkozások szerepe a munkahelyteremtésben, az innovációban és a vállalkozói kultúra erősítésében, máig megoldatlan kérdés a növekedésük útjában álló finanszírozási akadályok lebontása. Fejlődésük korai szakaszában e vállalkozások szűkös pénzügyi mozgásterét az okozza, hogy az alapító és családtagjainak, barátainak forrásai már nem elegendőek, a kockázatitőke-intézmények pénzei és a kereskedelmi banki hitelek pedig még nem elérhetőek számukra. A továbbfejlődéshez szükséges tőke és tudás megszerzésének kulcsát az üzleti angyalok jelenthetik, akik az informális (azaz nem intézményesült) kockázatitőke-piac kínálatoldali szereplői. A közszféra szerepvállalása jelentős mértékben segítheti ezen kockázatitőke-piaci szegmens élénk és hatékony működését.

Tanulmányunkban áttekintjük a beavatkozási lehetőségek három fő területét: az informális kockázati tőke kínálatának ösztönzését, a keresleti oldal fejlesztését illetve a piaci hatékonyság növelését, illetve javaslatokat fogalmazunk meg a hazai piac fejlesztése érdekében.

Kulcsszavak: informális kockázati tőke, üzleti angyalok, állami szerepvállalás, üzletiangyal-hálózatok

1. Bevezetés

A már működő és növekedni képes, a „magvető” finanszírozást igénylő illetve az induló kisvállalkozások a leggyakrabban nem képesek innovatív üzleti elképzeléseiket saját forrásból: korábban felhalmozott személyes (vagy a családtól, ismerőseiktől származó) megtakarításokból, illetőleg a vállalkozás ki nem vont tartalékaiból finanszírozni. Ezek az üzleti elképzelések pedig a vállalkozások igen számottevő része esetében csak hosszabb távon biztosítják a jövedelemtermelő képesség olyan arányú növekedését, ami – hitel felvétele esetén – már megteremti a bevont külső tőke visszafizetésének forrását. Amíg a jövedelemtermelő képesség nem éri el ezt a szintet, addig a hitellel járó adósságszolgálat teljesítése elviselhetetlenül nagy finansziális terhet jelent a vállalkozások számára.¹

Elvileg, a kockázatitőke-financezírozást nyújtó cégek, alapok azok a szereplői az üzleti világnak, akik arra szakosodtak, hogy felvállalják a hosszabb távú tőkefinanszírozás magas

* A tanulmány átdolgozott és kibővített változata a Közgazdasági Szemlében Makra Zsolt társszerzővel közösen publikált cikk (Makra–Kosztópulosz 2004) állami szerepvállalásról szóló alfejezetének.

** Kosztópulosz Andreász, egyetemi adjunktus, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)

¹ A hosszabb lejáratú hitelek esetén emiatt engednek türelmi időt, mely alatt az adósságszolgálat csupán a kamatok megfizetésére korlátozódik. A hosszú lejáratú hiteleknek azonban – ha lehet – még szűkösebb a kínálata ezen vállalkozások számára.

kockázatát. A statisztikák fényében azonban látni kell, hogy ezek az intézmények nem elsősorban a kisebb, és főként nem a magvető illetve az induló szakaszban lévő vállalkozások felé orientálódnak, hanem tendenciózusan az érettebb vállalkozások kisebb kockázattal járó finanszírozását és – méretgazdaságossági okokból – a nagyobb összegű befektetéseket részesítik előnyben.

Léteznek azonban a tőkebefektetések piacán olyan, nem intézményi szereplők, akikről inkább várható, hogy megoldják a fejlődésük korai szakaszában lévő, illetve kisebb befektetést igénylő vállalkozások tőkeproblémáit. Ezeket a szereplőket hívjuk *üzleti angyaloknak*², de a szakirodalomban – általában szinonim jelentéssel – széles körben használt az *informális kockázatitőke-befektető* elnevezés is. Véleményünk szerint szinonim értelmezés helyett sok esetben termékenyebb lehet az a megközelítés, mely szerint az üzleti angyalok tulajdonképpen az informális kockázatitőke-befektetők *elitjének* tekinthetők, azaz megadható a fogalom egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata egyaránt. *Szűkebb értelemben* az üzleti angyalok olyan (általában vagyonosabb és tapasztalt) magánszemélyek, akik közvetlen módon nyújtanak tőkealapú finanszírozást és szellemi tőkét új és növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásoknak, amelyekkel azt megelőzően nem álltak családi és tulajdonosi kapcsolatban. Ehhez a szűkebb megközelítéshez az üzleti angyal elnevezés illik leginkább. Ezzel szemben a „megengedőbb” meghatározás szerint – amely az informális befektetők elnevezéséhez áll közelebb – az informális kockázati tőkések olyan nem intézményi befektetők, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén kívüli vállalkozások számára (Makra–Kosztopolosz 2004).³

Az üzleti angyalok számára, akik saját magánvagyonukból fektetnek be tőkét, sokkal inkább elfogadható befektetési célpont a legkisebb vállalkozások köre, hiszen ezek tőkeigénye viszonylag alacsony ahhoz, hogy az intézményesült kockázati tőke rentábilisan foglalkozhasson velük. Mivel az üzleti angyal-befektetők személyesen és anyagilag érdekeltek abban, hogy bekapcsolódásukkal hozzájáruljanak a vállalkozás sikeréhez, ennél fogva egyfajta vállalkozásfejlesztő, inkubátor szerepet is betölthetnek. Így tehát az üzleti angyalok kiegészítik a „hivatásos” kockázati tőke iparág tevékenységét azért, hogy a kockázati tőke működési területét kiterjesszék, és tapasztalatok szerint az informális kockázati tőke sikeres közreműködésével a finanszírozott vállalkozás elérhet a fejlődés olyan fokára, ahol már a kockázatitőke-szervezeteknek is megéri „beszállni” a cégbe. Az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység tehát képes lehet áthidalni a család és barátok megtakarításai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó *tőkeszakadékot*.

Számítások és becslések szerint az informális kockázati tőke a fejlett országokban jelentékeny szerephez jut a kisvállalkozásokba irányuló külső tőkebefektetések terén, sőt, egyre többen érvelnek amellett, hogy egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő, „életerős” gazdaság számára *nélkülözhetetlen* az élénk és hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac. Ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az informális befektetőkben rejlő potenciál kihasználatlan (Osman 1998). Abban is egyetértés mutatkozik, hogy a közszféra kezdemé-

² Valójában az angyal elnevezés eredetileg a századfordulón használták a Broadway produkciói mögött álló gazdag csendestársak megjelölésére, akik hajlandóak voltak a színházi darabok bukásának kockázatát felvállalva a finanszírozásba beszállni. Hazánkban a „gazdag nagybácsi”, illetve a „pénzember” kifejezések élnek a köztudatban. Az ismerősen csengő tőkéstárs vagy csendestárs elnevezések pedig arra utalnak, hogy ez a befektetési forma része a magyar finanszírozási kultúrának (Kosztopolosz 2004b).

³ Jelen tanulmányban alapvetően a befektetők szűkebb csoportjára koncentrálunk, és az informális befektető kifejezést az üzleti angyal szinonimájaként használjuk.

nyezései nagymértékben hozzájárulhatnak egy jól működő tőkepiac kifejlődéséhez (Kosztopoulosz 2004a), beleértve az informális kockázati tőke piacának keresleti és kínálati oldalát egyaránt. A tőkepiacok allokációs hatékonyságának javulása és a vállalkozói kultúra fejlődése egy egymást erősítő és szinergiákkal „tarkított” folyamatot indít el, mivel a sikeres vállalkozók később maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását. A kisösszegű finanszírozási források elérhetőségének javulása továbbá növeli a kisvállalkozások túlélési esélyeit, és pozitív hatást gyakorol a gazdasági növekedésre, a foglalkoztatottságra és az innovativitásra. Alapvetően ezek az indokok motiválhatják az államot, hogy részt vállaljon az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében.

Vannak természetesen ellenzői is az állami szerepvállalás politikájának: Lerner (1998) az informális kockázatitőke-befektetések *kínálatának* állami ösztönzése ellen érvel. Elképzelhetőnek tartja, hogy a piac professzionális szereplői, a kockázati tőkések azért kerülnek el a kis összegű, korai életszakaszban történő befektetéseket, mert azok egyszerűen *nem jövedelmezőek* (a tranzakciók magas költségekkel járnak, vagy, mert a kisebb tőkeerejű cégek nem kecsegtetnek kedvező kilátásokkal, kockázatosabbak). Ezt a kijelentést az első ízben nyilvános részvénykibocsátást (IPO) végrehajtó cégek részvényein hosszabb távon elérhető hozamok elemzésével igyekszik alátámasztani. Kutatása szerint azoknál az IPO-knál, ahol korábban intézményi kockázatitőke-finanszírozás történt, az elért hozamok felülműlják az egyéb IPO-kon elért hozamokat, így azokét is, ahol a háttérben magánbefektetők voltak. Erre alapozza azon véleményét, mely szerint a magánszemélyek kis összegű befektetések végrehajtására való ösztönzése a hatékonysággal ellentétes eredményre vezet, és társadalmi veszteségeket okoz, amennyiben a pénzügyi megtérülés nem kielégítő, és a finanszírozott vállalkozás nem életképes. Lerner álláspontja szerint a források allokálását a korai életszakaszba történő kis összegű befektetésekhöz a piaci erőknél kell megoldani.

Ha azonban elfogadjuk, hogy az üzleti angyalok képesek befektetéseiket kisebb relatív tranzakciós költség mellett végrehajtani a kockázatkezelés egyéni formáját megvalósítva⁴, illetve a pénzben mérhető hozam mellett más tényezők is motiválják befektetési döntéseiket⁵, akkor *éppen* az üzleti angyalok lehetnek azok a szereplők, akik képesek lehetnek betölteni a legkisebb vállalkozásokat sújtó finanszírozási űrt. Mason és Harrison (2002) empirikus eredményei arról tanúskodnak, hogy az üzleti angyaloknak a klasszikus kockázati tőke-befektetéseket végző alapokhoz viszonyítva szignifikánsan kevesebb olyan befektetésük van, amely veszteséget generál, és befektetéseik jelentős része hozza vissza a befektetett összeget vagy eredményez átlagos megtérülést. Ez az eredmény összhangban van Benjamin és Margulis (1996) azon érvelésével, miszerint az üzleti angyalok inkább azzal törődnek, hogy elkerüljék a rossz befektetéseket, semmint azzal, hogy megtalálják az igazi nyerteseket. Mindez pedig azt mutatja, hogy a magánszemélyek befektetési tevékenysége *nem feltétlenül* okoz társadalmi veszteségeket. Ráadásul, egy olyan országban, ahol a kockázatitőke-piac – különösen annak informális szegmense – fejletlen, a kínálati oldal állami ösztönzése megadhatja a kezdőlökést a fejlődés útján egy önjáró informális kockázatitőke-piac

⁴ A kockázatkezelés speciális módját jelenthetik az aktív közreműködés a finanszírozott vállalkozás fejlesztésében, a vállalkozói vagy szakmai műlra támaszkodó üzleti megérzések, illetve az emberismeret felhasználása a befektetési döntés meghozatala során (Van Osnabrugge 2000, Mason–Harrison 2002, 2004).

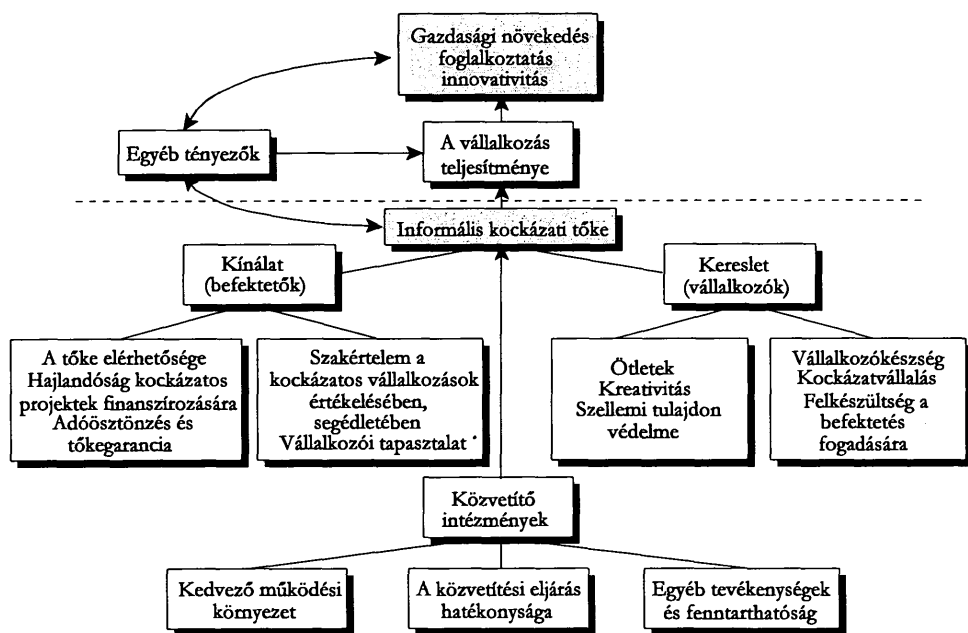
⁵ Sullivan és Miller (1996) az üzleti angyalok befektetéseinek háttérében hedonista és altruista motivációkat tárt fel, Osman (1998) is kiemeli, hogy indítékuk nem mindig csak a pénz.

kialakulásához. Természetesen nem lehet eléggé hangsúlyozni, hogy *legalább ennyire* fontos a keresleti oldal fejlesztése, illetve a piac hatékonyabb működésének elősegítése is.

Egy élénken működő informális kockázatitőke-piac kialakulásának van néhány olyan előfeltétele, amelyeket a beavatkozás sikeressége érdekében szem előtt kell tartani:

- a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata közismert és megszokott az üzleti életben
- megfelelő számban léteznek ígéretes befektetési lehetőségek
- a vállalkozók aktívan kutatnak kockázatitőke-befektető után
- létezik elegendő befektető
- az informális kockázatitőke-befektetés jövedelmező befektetési forma
- a kereslet és a kínálat képes egymásra találni (Lumme és szerzőtársai 1998).

1. ábra. Az informális kockázatitőke-piac szerepe, ösztönzésének lehetőségei



Forrás: Makra–Kosztopolosz (2004, 722. o.)

A fenti előfeltételek tükrében a kormányzati beavatkozás *három fő területre* irányulhat: egyfelől növelheti az informális kockázati tőke kínálatát, másfelől fejlesztheti a keresleti oldalt, hogy megfelelő számú ígéretes és a befektetők számára vonzóan kidolgozott projektjavaslat szülessen és gyarapodjék a befektetések fogadására alkalmas vállalkozások száma. Végül a kormányzat szerepet vállalhat a piaci hatékonyság növelésében azáltal, hogy támogatást nyújt közvetítő intézmények – üzletiangel-hálózatok – létrehozásához és működtetéséhez. A beavatkozás három célterületét és a piaci szereplők közötti fontosabb összefüggéseket szemlélteti az 1. ábra.

2. Beavatkozási lehetőségek az informális kockázati-tőke-piac kínálati oldalán

A *kínálatorientált politika* célja legtagabb értelemben olyan befektetési környezet kialakítása, amely ösztönzi a magánszemélyek közvetlen tőkebefektetéseit. Egy ilyen befektetési környezetet – többek között – az is jellemez, hogy a kellő mértékben jutalmazza a kockázatvállalási hajlandóságot – de legalábbis nem bünteti azt például magas adókulcsokkal (Baygan–Freundenberg 2000). Ide sorolhatjuk azokat az intézkedéseket is, amelyek a tőkepiac kínálatoldali szereplői közötti együttműködések kialakulását vagy élenkebbé válását katalizálják.

2.1. Ösztönző befektetési környezet kialakítása

Ha a hitellel történő finanszírozás mellett egy adott ország finanszírozási kultúrájában a tőkebefektetések is jelentékeny szerephez jutnak, az vitathatatlanul segíti a vállalkozások indulását. Egy ilyen *finanszírozási kultúra* több elemből áll. Először is azt feltételezi, hogy a magán- és intézményi befektetők hajlandók legyenek vállalni a tőkebefektetésekre jellemző kockázatokat és hozamokat, és rendelkezzenek az ehhez szükséges anyagi háttérrel, vagyonnal. Ezzel összefüggésben nagy szerepe lehet a befektetési és nyugdíjalapokat érintő szabályozásnak. Másodszor: elengedhetetlenül fontosak a nagy és likvid részvénytőkepiacok, és az alacsony díjú brókeri szolgáltatások, amelyek ösztönözhetik a tőkebefektetéseket. A hatékonyan és átláthatóan működő tőzsdék ugyanis erősítik a bizalmat, az alacsony közvetítői jutalékok pedig megkönnyítik a beszállást és a kilépést. Végül szükséges egy eleven kockázati-tőke-piac, ahol az üzleti angyalok és az intézményi kockázati-tőke-befektetők forrásokkal látják el a gyors növekedésre képes vállalkozásokat. A könnyebb tőkéhez jutás eredményeként a sikeres vállalkozások rendszeresen részvénykibocsátásokat és tőkeemeléseket hajthatnak végre, ezáltal biztosítva, hogy a részvénytőkepiacokon állandó legyen az új részvények kínálata. Az a reménytelen kiáltás, hogy a befektető egy eredményes tőzsdéi bevezetés útján vonhatja ki tőkéjét, alapvető ösztönző erőt jelent a kockázatos, induló vállalkozásokba történő befektetések elterjedéséhez (EC 2003). Egy ilyen finanszírozási kultúra elterjesztésében nagy szerep hárulhat a közszféra tevékenységére is.⁶

Nem válhatnak a finanszírozási kultúra részévé az üzletiangel-típusú befektetések, ha nincsenek a piacon otthonosan mozgó, aktív befektetők. Az üzletiangel-befektetésekre rendelkezésre álló tőkekínálat bővítése leginkább népszerűsítő programokkal, a potenciális üzleti angyalok számára szervezett képzésekkel illetve különféle üzletiangel-szindikátusok létrejöttének ösztönzésével képzelhető el.⁷

A francia üzletiangel-hálózat „*Üzletiangel-iskola*” nevű kezdeményezésének az a célja, hogy a befektetők körében ismereteket terjesszen, illetve új befektetőket toborozzon azáltal, hogy jó minőségű képzéseket nyújt számukra. A programban olyan témákkal foglalkoznak, mint a tipikus angel profiljának megajzólása, az üzleti angyalok elvárásainak feltárása a preferált befektetési időtávval, a hozammal és a kiszállással kapcsolatosan, vagy

⁶ Az Európai Unió szintjén egy ilyen kezdeményezésnek tekinthető az 1998-ban elfogadott és 2003 végén lezárult Kockázati-tőke Akcióterv (Risk Capital Action Plan), amely program az európai kockázati-tőke-piac fejlesztésében mérőkövetőnek számít (kosztópulosz 2004a).

⁷ Ezen programok kialakításában, megszervezésében és lebonyolításában fontos szerep hárulhat az informális kockázati-tőke-piacon működő közvetítő intézményekre, az ún. üzletiangel-hálózatokra, melyekkel részletesebben foglalkozunk a 4. fejezetben.

az üzleti angyalok helyzetének bemutatása egy vállalkozás finanszírozása során. A képzésben résztvevők megismerkednek az üzletiangyal-befektetés menetével (beleértve a szabályozás és adózás vonatkozásában felmerülő szempontokat), feltérképezik a lehetséges konfliktushelyzeteket. Az XIP⁸, a magánbefektetők katalán hálózata és a Barcelonában található IESE Business School is létrehozott egy üzletiangyal-iskolát, ahol a képzések mellett lehetőség van az információk és tapasztalatok cseréjére is. A programot az IESE oktatói irányítják, ennek keretében külső előadók, így például vállalkozók prezentációi is elhangzanak (EC 2003).

A potenciális üzleti angyalok sok esetben azért ódzkodnak a befektetéstől, mivel úgy érzik, nincs elegendő tapasztalatuk ezen az átlagosnál ingoványosabb üzleti terepen. Az effajta idegenkedés legyőzésére hasznos módszer lehet a *befektetői szindikátusokban* való részvétel, ahol több-kevesebb tapasztalattal rendelkező befektetők valódi projektekben a gyakorlatban próbálhatják ki magukat – megosztva a kockázatokat. Ennek során persze egymásra is hatnak, tanulnak egymástól. Az angyalok szindikátusba szervezésével elérhető az is, hogy olyan iparágakba fektessenek be, amelyekben eddig nem szereztek tapasztalatot; vagy az általuk legjobban ismert földrajzi területeken és piacokon túl is vállalkozzanak befektetésre. Sok tekintetben az üzletiangyal-szindikátusok jelentik a legjobb terepét a gyakorlati tudás átadásának a tapasztaltabb befektetők részéről a kevésbé tapasztaltak számára (Lumme és szerzőtársai 1998, EC 2003).

2.2. Az adórendszeren keresztül érvényesített ösztönzési lehetőségek

Az *adórendszer* közvetlen hatást gyakorol a kockázatitőke-befektetések vonzerejére, mivel befolyásolja a befektetés tényleges hozamát. Az üzleti angyalok magánszemélyként fektetnek be, így számukra alapesetben a leglényegesebb adónem a magánszemélyek tőkejövedelme után fizetendő adó.⁹ Ha az induló vállalkozásokba irányuló tőkebefektetések a jólét és a foglalkoztatás növelésének, valamint a növekedés elősegítésének *hatékony módját* jelentik, akkor az ilyen fajta befektetésekből származó tőkejövedelmeket nem ildomos büntető jelleggel adóztatni, mivel tulajdonképpen ezek a jövedelmek jelentik a kockázatos vállalkozásokba való befektetések jutalmát (EC 2003). Ennélfogva a tőkejövedelmek adójának egy viszonylag alacsony szintje testesítheti meg a *közszféra hozzájárulását* az induló vállalkozásokba való befektetések volumenének növeléséhez. Olyan rendszert célszerű alkalmazni, amely nem bünteti a tőzsdén kívüli részvényekbe történő befektetéseket, illetőleg, amely a hosszabb futamidejű befektetésekből származó tőkejövedelmet alacsonyabb adókulccsal sújtja.

Kutatási eredmények igazolták, hogy az adókedvezmények növelik az angyalok befektetési hajlandóságát, noha azt is hangsúlyozzák, hogy az adóterhelés számukra elfogadható szintje még nem elégséges feltétele az informális kockázatitőke-piac növekedésének. Mason és Harrison (1999) különböző makroökonómiai tényezők (kamatlábak, tőzsdei árfolyamok, infláció, ingatlanárak, a tőkejövedelmekre kivetett adók szintje) hatását vizsgálta az üzleti angyalok befektetési tevékenységének aktivitására. Eredményeik arról tanúskodnak, hogy mind közül a legjelentősebb befolyása a tőkejövedelmek adóztatásának van. A válaszó üzleti angyalok megközelítőleg *kétharmada* említette meg, hogy a tőkejövedelmekre kivetett adó szintjének hatása van az informális befektetési tevékenységükre, ráadásul 30 százalékuk ezt a hatást *számottevőnek* is minősítette. Ezek az arányok az összes többi po-

⁸ Xarxa d'Inversors Privats.

⁹ Ez persze attól is függ, milyen formában veszik ki a vállalkozásból az üzleti angyalok a jövedelmüket.

tenciális befolyásoló tényező esetében lényegesen alacsonyabbak voltak (Mason-Harrison 1999). Egy 2003-ban nyilvánosságra hozott hatástanulmány szerint az Egyesült Királyságban a tőkejövedelmek kedvezményes adóztatása jelentős mértékben ösztönözte a növekvő vállalkozások korai életszakásaiban végrehajtott befektetéseket: a befektetett összeg 52–62 százalékát nem fektették volna be, amennyiben nincs az Enterprise Investment Scheme elnevezésű kedvezményrendszer (Boyns és szerzőtársai 2003).

Az *adókedvezmények* alkalmazásának különféle *módjai* ismeretesek. Ilyen például, ha a fizetendő adó a befektetés évében csökkenthető a befektetett összeg meghatározott százalékával. Egy másik módzat az alacsonyabb adókulcs alkalmazása. Széles körben alkalmazzák az adó megfizetésének elhalaszthatóságát, amennyiben a realizált tőkejövedelmet újrabefektetik. Ebben az esetben az adót csak a részesedések végső értékesítésekor kell megfizetni. Egy negyedik variáció a veszteségek leírásának lehetővé tétele az egyéb, nyereséges befektetésekből származó tőkejövedelmekkel szemben. Egy, az Egyesült Királyságban végzett felmérés arról tanúskodik, hogy az angyalok a befektetési adócsökkentés kedvezményét preferálták (Boyns és szerzőtársai 2003).

Az adórendszeren keresztül érvényesített kedvezmények több szempontból is vonzó eszközt jelenthetik a befektetések ösztönzésének. Az egyik, hogy szemben más ösztönzési formákkal hatókörük a befektetők teljes körére kiterjed. Ugyanis, míg például az információáramlás javítása nem fogja érinteni azokat az üzleti angyalokat, akik ismeretségi körükön kívül nem keresnek befektetési lehetőségeket, addig az adóösztönzők ezeket az angyalokat is bátoríthatják arra, hogy kapcsolati hálójukon belül aktívabban vállalkozzanak befektetésekre. Egy következő szempont, hogy az adórendszert érintő kezdeményezések általában gyorsan felkeltik a média figyelmét, ami az informális kockázati-tőke-befektetéseket reflektorfénybe állítva az általános érdeklődést is növelni fogja. A bevezetett adókedvezmények hatására a befektetési és adótanácsadók, a könyvelők saját érdekeiket követve fogják ügyfeleik körében propagálni az üzleti angyal-befektetéseket. Ugyanakkor az adóösztönzők alkalmazása hátrányokkal is jár. Talán a legnagyobb probléma, hogy nehéz célzottá tenni, vagyis nehéz biztosítani azt, hogy a kívánt vállalati kör számára növekedjék a tőke kínálat. Az adóbevételek kiesése pedig az ösztönző rendszer alkalmazását jelentősen megdrágítja (Lumme és szerzőtársai 1998).

2.3. A befektetések ösztönzése tőkegarancia-rendszerek bevezetésén keresztül

Az üzleti angyalok az átlagosnál kockázatosabb befektetésekre vállalkoznak. Az effektív hozamok befolyásolásán túl lehetőség van olyan kínálatoldali beavatkozásra is, amely a kockázatok mérséklésével ösztönzi a befektetéseket: *tőkegarancia-rendszerek* bevezetésével át lehet vállalni a befektetőktől a kockázat egy részét. A tőkegarancia-rendszerek bevezetése mellett szólhatnak a hasonló elven működő hitelgarancia-rendszerek sikeres példái is.¹⁰

A garancia célja, hogy ösztönözze a kockázati-tőke-befektetéseket a magvető, induló, kezdeti növekedés és expanzió szakaszokban¹¹. Előnye az adóösztönzőkkel szemben, hogy sokkal inkább célzott lehet. A tőkegarancia-rendszereknek több fajtája van, és szolgáltatásaikkal sokszor nem kizárólag az üzleti angyalok, hanem egyéb befektetők számára csök-

¹⁰ A sikeres példák között említhetjük a magyar Hitelgarancia Rt. működését is.

¹¹ Természetesen nem minden garanciarendszer nyújt védelmet üzleti angyaloknak, de néhány közülük kimondottan számukra jelent ösztönzést a befektetés végrehajtásához.

kentik a befektetés kockázatát. Európa számos országában működnek ilyen programok (1. táblázat).

Belgiumban 1999-ben hoztak létre egy regionális tőkegarancia-alapot, amely a növekvő kisvállalkozásokat finanszírozó befektetőket védi azáltal, hogy az esetleges tőkevesztés maximum 50 százalékát átvállalja egy meghatározott összeghatárig (Van Sebroeck 2000). Ausztriában egy állami fejlesztési ügynökség, az AWS¹² nyújthat garanciát az üzleti angyalok befektetéseire.

A legtöbb esetben a befektető keresi meg a garanciavállaló szervezetet, ezért a tőkegarancia-rendszerek kialakítása során szem előtt kell tartani a befektetők igényeit. A befektetőket például elriaszthatja a rendszer rugalmatlan eljárása, bonyolult korlátozó feltételei. Célszerű lehet ugyanakkor olyan szolgáltatást felkínálni a vállalatok számára, mellyel előzetesen felmérhetik, hogy alkalmasak-e a garancia igénybe vételére és ha igen, milyen pénzügyi feltételek mellett. Egy pozitív előzetes vélemény esetén a vállalat vonzóbb befektetési célponttá válhat, és az átvilágítás a létrejövő befektetés során meggyorsíthatja az igénylési eljárást (Lumme és szerzőtársai 1998).

1. táblázat. Néhány európai tőkegarancia-rendszer jellemzői

Ország	A garanciarendszer neve	Működési periódus	Új ügyletek száma	A garancia vállalások értéke (millió€)
Ausztria (Bürgesbank)	Tőkegarancia magánszemélyeknek vagy más befektetőknek	1997–2000 (a rendszer első 4 éve)	174 KKV	29,8
FGG	Technológiai Finanszírozási Program	1997–2000	14 technológia intenzív KKV	7
Belgium	Flamand Garancia Alap	1997–1998	20 innovatív KKV	8,7
Dánia	BDF: Tőkegarancia	1995–1998	143 KKV	58,5
Finnország	Finnvera	1999–2000	Kb. 65 KKV	5,7
Franciaország	SOFARIS	2000	1400 KKV	Kb. 120
Németország	Kfw Kockázati Tőke	1999	177 KKV	144
Hollandia	PPM rendszer	1984–1995	900+ befektetés	182

Forrás: EC 2001, 37. o.

2.4. A tőkepiaci komplementaritások katalizálása

Sokszor úgy tekintenek az intézményesült és az informális kockázatitőke-piacra, mint amelyek egymástól függetlenül működnek. Még a politikai döntéshozók javaslataiban is általában különálló intézkedések formájában fogalmazódnak meg a korai fázisú kockázati-tőke-befektetések ösztönzésére irányuló kezdeményezések az intézményi és informális kockázatitőke-befektetők vonatkozásában, holott az ösztönző kínálatoldali beavatkozás fontos terepe

¹² Austria Wirtschaftsservice Gesellschaft mbH.

lehet a őkepiaci komplementaritások őrsődésének katalizálása. Rendszerint az informális és az intézményesőlt kockázatiőke-piac közötti kapcsolat egyetlen aspektusáról tesznek említést: az őzleti angyaloktól megszerzett forrásnak áttételes hatása van abban az értelemben, hogy vonzóbbá teszi a vállalkozást más lehetséges finanszírozó számára is, így az angyalok befektetései fokozzák az intézményi kockázati őke érdeklődését is az ilyen vállalkozások íránt (Van Osnabrugge–Robinson 2000). Ez az áttételes hatás más pénzügyi közvetítők vonatkozásában is megjelenik: az őzleti angyalok az általuk finanszírozást kapott vállalkozásokat hitelképessé tehetik¹³, őőt találkozzunk olyan esetekkel is, hogy a finanszírozásba bekapcsolódó őzleti angyal mintegy járulékos szolgáltatásként, személyes garanciavállalásával teszi lehetővé a vállalkozás számára bankhitel felvételét (Van Osnabrugge–Robinson 2000).

Azonban az informális és az intézményi kockázatiőke-piac egymást kiegészítő működése nem korlátozódik csupán a fenti áttételes hatásra. A komplementaritás egyéb formái potenciálisan szintén fontosak lehetnek a kockázatiőke-piac kiegyensőlyozott fejlődésében. Ezek magukban foglalják az egymásra épőő befektetéseket a vállalkozások fejlődésének különböző szakaszaiban, a közös befektetéseket, őgyletek átirányítását (deal referral) valamint az őzleti angyalok speciális kockázatiőke-alapokba történő befektetéseit (Harrison–Mason 2000). Megalapozott érvek szólnak amellett, hogy az ilyen egymást kiegészítő kapcsolódás kialakulása kedvező mind az informális, mind pedig az intézményi kockázatiőke-piac számára.

Az informális és az intézményi kockázatiőke-piac egymást kiegészítő szerepének első és legkézenfekvőbb megnyilvánulása a vállalkozás éleťszakaszonként eltérő finanszírozási igényeivel függ őssze: az őzletiangyal-befektetések játsszák a főszerepet a vállalkozás életének első, gyakran legkritikusabb szakaszában, és miután a vállalkozás az első akadályokat sikeresen véve lendületet vesz, akkor adják át a stafétabotot a kockázatiőke-alapoknak. A kockázati őke intézményes és informális szegmense közötti *munkamegosztás* legtisztább formájában az Egyesőlt Államok kockázatiőke-piacán bontakozott ki, ahol az informális kockázatiőke-piac kisebb méretkategóriájú és a korai fázist finanszírozó befektetéseket végez, különösen a technológia alapú vállalkozások körében, az intézményi kockázatiőke-iparág pedig a nagyobb szabású második körös és rákövetkező szintű őkebefektetésekre fókuszál (Karsai 2000). A legutóbbi kutatási eredmények arra engednek következtetni, hogy a hazai technológia alapú induló vállalkozások finanszírozásában is megjelenik ez a fajta egymásra épülés: a felmérés mintájában szereplő tíz, intézményi kockázatiőke-befektetésben részesőlt hazai high-tech cég közül négy nyilatkozott őgy, hogy kapott korábban angyali őkét (Szerb–Varga 2002).

A két piaci szegmens közötti munkamegosztás kölcsönös előnyőket hordoz. Egy hatékony és fejlett informális kockázatiőke-piac mellett több befektetési lehetőség adódhat, és ennélfogva növekedhet a kockázatiőke-iparág intézményei elé kerülő jó minőségű, „előszűrt” befektetési javaslatok száma, lehetővé téve, hogy csökkenjenek az átvilágítással kapcsolatos fix tranzakciós költségek. Ezzel párhuzamosan az őzleti angyaloknak is szükségőik van a pezsgő intézményi kockázatiőke-piacra ahhoz, hogy adott esetben az általuk finanszírozott vállalkozások őjabb őokeinjekcióhoz juthassanak, megteremtve így az esélyét a kiszállásnak és a őokejővedelem realizálásának.

¹³ Ezért is lehetséges az, hogy olyan nagy kereskedelmi bankok, mint például a NatWest, komoly őzleti lehetőséget látnak az őzleti angyalok tevékenységében a maguk számára (Osman 1998, 52. o.).

A két piaci szegmens közötti komplementaritás újabb megnyilvánulási formája lehet, amennyiben az üzleti angyalok (mint társbefektetők) a kockázatitőke-alapokkal *párhuzamosan fektetnek be*. Ennek során egyfelől a kockázatitőke-alapok felhasználhatják az angyalok specifikus műszaki–technológiai hozzáértését vagy vállalkozói tapasztalatát a befektetési lehetőségek átvizsgálásának szakaszában. Másfelől a befektetést követően a portfóliócéggel való kapcsolat fenntartásához elegendőnek bizonyul kisebb időráfordítás is a kockázati tőkés részéről, hiszen az üzleti angyal aktív közreműködése ezt kiváltja. Az üzleti angyalok mint társbefektetők a kockázatitőke-alapok számára csökkentik a kisebb összegű befektetésekkel járó tevékenységek fajlagos költségeit. Természetesen az angyal számára is előnyös lehet a kockázatitőke-alap oldalán végzett közös befektetés, hiszen ezáltal jobb minőségű befektetési lehetőségekhez jut, csökkenő mértékű kockázat mellett. Másrészről a társbefektetés emeli az üzleti angyalok által elérhető ügyletek felső összегhatárát is, és ez főleg ott lehet hasznos, ahol a magánbefektetői szindikátusok létrehozására korlátozott a lehetőség (Harrison–Mason 2000).

A két piac komplementaritása az ügyletekre vonatkozó *információk megosztásában, átadásában* is testet ölthet. Így például a kockázatitőke-cégek számára az üzleti angyalok hálózataival fenntartott élő kapcsolat lehetőséget ad arra, hogy tovább áramoltassák azokat a befektetési lehetőségeket, amelyek – noha elvileg finanszírozhatók lennének – nem illeszkednek az alap befektetési kritériumrendszerében a méret, az életszakasz vagy szektor tekintetében. Az üzleti angyalok pedig átirányíthatják a kockázatitőke-alapokhoz az olyan ügyleteket, amelyek kívül esnek a rendelkezésre álló forrásaik vagy a szaktudásuk által szabott kereteken, persze ezáltal mind minőségében, mind mennyiségében javítják az alapok előtt megnyíló befektetési lehetőségek körét. Az együttműködés hatékonysága a két szegmens között működő kommunikációs csatornákon múlik. Hazánkban az együttműködés sajátos formája alakult ki: a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület egyéni tagjai sorában néhány üzleti angyalt is találunk, ami valószínűsíti az informális és intézményi kockázatitőke-piac közötti információáramlás meglétét, és a két piac bizonyos mértékű összefonódását.

Néhány kockázatitőke-cég arra tesz kísérletet, hogy a magas jövedelmű magán-személyek számára vonzóvá tegye az általa kezelt *alapba történő befektetést*¹⁴. Bizonyos értelemben ez is a komplementaritás egy fajtáját jelenti (habár szűk értelemben véve az ilyen módon befektetők nem is tekinthetők üzleti angyaloknak). Ez a forma különösen azon magánbefektetők számára lehet csábító, akik a befektetési lehetőségek felkutatásában hátrányban vannak (idő- vagy információhiány miatt), illetve az olyan potenciális angyalok számára, akiket egyébként elriaszt az önálló, közvetlen befektetéstől az, hogy úgy érzik, nem képesek megfelelően értékelni a befektetési lehetőségeket, illetve nyélbe ütni az ügyletet. Az üzleti angyal az alapon keresztül szindikálhatja befektetéseit. Ezáltal egyfelől csökkentheti a kockázatok, másfelől részesülhet a kockázati tőkések forráskihelyezésben, az ügyletek átvizsgálásában és lebonyolításában szerzett szakértelmének előnyeiből. A fiatal csúcstechnológiai vállalkozásokra specializálódott kockázatitőke-cégek számára a magánbefektetők megnyerése nagyon csábító lehetőségnek tűnik, mivel a források összegyűjtésekor általában nehézségekkel találják szembe magukat. Ráadásul az üzleti angyalok „türelmes” befektetőként élnek a köztudatban, akik az intézményi befektetők elvárásainál hosszabb befektetési

¹⁴ Egy hasonló kezdeményezés valósult meg kormányzati bábáskodás mellett Szingapúrban: egy 10 millió dolláros *Üzleti Angyal Alapot* hoztak létre, hogy ösztönözzék az angyalok befektetési aktivitását (a külföldi angyalokét is) szingapúri induló cégekbe (Van Osnabrugge–Robinson 2000).

időtávoktól sem riadnak vissza. Ezáltal csökken a kockázatitőke-alapok menedzsereire nehezedő nyomás, hogy rövid idő alatt produkálják a hozamelvárásokat (amely nyomás egyébként a későbbi fázisú és nagyobb méretkategóriájú ügyletek felé terelné őket). Az üzleti anyagoktól történő forrásgyűjtés tehát a *klasszikus kockázatitőke-befektetési tevékenység továbbélése eszközeinek* tűnik (Harrison–Mason 2000).

3. Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac keresleti oldalán

Egy több EU-tagállam támogatási politikájára kiterjedő kutatás megállapította, hogy a kockázatitőke-piac ösztönzésének legeredményesebb módja a *keresletoldali beavatkozás* (Harding 2002). A kockázati tőke iránti keresletet az ígéretes ötletekre épülő jól kidolgozott projektek száma és a befektetések fogadására való felkészültség (investment readiness) határozza meg. Ezekre a tényezőkre a kreativitást, az innovációt, a kockázatvállalást és a vállalkozóképességet ösztönző környezet megteremtésével lehet hatni. Nem kevésbé fontos a szakmai felkészültség megszerzésének és fejlesztésének elősegítése. A jól működő oktatási és innovációs rendszer, a szellemi tulajdon védelmét hathatósan szolgáló szabályozás, továbbá a vállalkozóvá válást ösztönző intézkedések képezhetnek olyan keretfeltételeket, amelyek elősegítik az ötletek megszületését és a kreativitás felbukkanását. A túlszabályozás, az intézményi és adminisztratív akadályok (pl. a túlságosan bonyolult vállalkozásalapítási eljárás, a jogszabályok betartásának magas költsége) viszont gátolják a kockázatvállalást mind a megalakulás küszöbén álló, mind a tevékenységüket kiterjeszteni szándékozó vállalkozások körében.¹⁵

3.1. A vállalkozói kultúra fejlesztése

A kulturális tényezők kétségtelenül befolyásolják a vállalkozóképességet, elegendő akár a kockázatkerülésre, akár a vállalkozók társadalmi elismerésére gondolni. Így például általános megfigyelés az, hogy az európai mentalitást a kockázatkerülés, a biztonságra való törekvés jellemzi, ebből következően a pénzügyi kockázat tendenciózusan nagyobb súlyt képvisel a döntésekben, mint az ezzel összefüggő lehetőségek. A vállalkozás sikertelenségével, egy állás elvesztésével szemben tapasztalható negatív társadalmi attitűd nem ösztönzi a kockázatvállalást. Európával ellentétben az Egyesült Államokban mindezt értékes tapasztalatként fogadják és ismerik el, nem kapcsolódik hozzá társadalmi megbélyegzés. Ez is oka annak, hogy az *európai*¹⁶ finanszírozási kultúrába lassabban épül be a külső finanszírozás hagyományos eszközeinek lehetséges alternatívájaként a kockázatitőke-bevonás.

A *vállalkozóképesség* és képesség az egyik legfontosabb keresletoldali tényező, mely feltételezi az egyén motivációját és képességét, és igényli az ilyen hozzáállást értékelő és bátorító környezetet. A vállalkozói, kulturális és finanszírozási hagyományokban mutatkozó különbségek következtében a vállalkozók eltérő attitűdökkel és eltérő körülmények között igyekeznek finanszírozási forrásokat találni. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozók általában többre értékelik a vállalkozás feletti saját, személyes befolyásukat azoknál a növekedési le-

¹⁵ Empirikus kutatások erős negatív korrelációt mutattak ki a vállalkozás útjában álló akadályok, valamint a korai és az expanziós szakaszba történő kockázatitőke-befektetések között: azokban az országokban, ahol könnyebb vállalkozni, aktívabb kockázatitőke-piacot találunk (Baygan–Freundenberg 2000).

¹⁶ Ez alól talán csak az Egyesült Királyság a kivétel.

hetőségeknél, amelyeket egy külső tulajdonos bevonásával érhetnének el. Mindez szűkíti a kockázatitőke-piac keresleti oldalát. A kulturális korlátok legyőzése csak hosszú távon képzelhető el.

A kulturális tényezők szerepét felismerve az Európai Unió, és azon belül több ország is törekszik a vállalkozói kultúra fejlesztésére. Jó példa erre, hogy a brit kormány a gazdaság fejlesztését szolgáló intézkedések részeként kezeli a sikeres vállalkozók és az üzleti angyalok szerepének népszerűsítését. Ettől azt várják, hogy a gazdaság és a vállalkozások számára is előnyös hatásokkal jár, mivel:

- kedvezőbbé válik mind a sikeres vállalkozók, mind az üzleti angyalok megítélése és javul a társadalomban élvezett megbecsülésük,
- erősödik a késztetés arra, hogy az emberek a versenyszférában igyekezzenek sikereket elérni, és vállalkozást indítsanak,
- a potenciális üzleti angyalok ösztönzést és bátorítást kapnak,
- ezen szerepmodellek népszerűsítése hozzásegít a vállalkozóvá, üzleti angyallá váláshoz szükséges szemlélet és felkészültség a megszerzéséhez is. (Osman 2000)

Az *oktatás* is fontos eszköz lehet a vállalkozói attitűd fejlesztésében, hiszen már egészen fiatal korban, az iskolában el lehet kezdeni a vállalkozásra nevelést. Az Európai Bizottság ezt felismerve indította el a „*Vállalkozásra való oktatás és képzés*” projektet, amelyben célul tűzték ki, hogy ösztönözzék a vállalkozás (entrepreneurship) tanítását az oktatási rendszerben, az általános iskolától kezdve egészen az egyetemig. Több országban olyan programok működnek, melyek a gyakorlaton keresztül megszerzett tudásra (learning by doing) alapoznak. Ennek keretében például „mini vállalatokat” hoznak létre, melyeket a tanulók irányítanak, ami széles körben elterjedt eszköz a vállalkozói készségek fejlesztésére. Svédországban és Finnországban üzleti terv pályázatokat hirdetnek meg az egyetemeken azzal a céllal, hogy felpozítsák a fiatalok vállalkozási kedvét (EC 2003). A *Gate2Growth* program keretében a Bizottság támogatta az Európai Magán- és Kockázati Tőke Szövetséget egy nyolc egységből álló kurzus tantervének összeállításában. Ennek használata lehetővé teszi az európai egyetemek és más felsőoktatási intézmények számára, hogy egy félév során a kockázatitőke-finanszírozás alapjaira oktassák hallgatóikat, és arra ösztönözzék a vállalkozói ötletekkel rendelkező fiatalokat, hogy saját üzletüket kockázati tőke felhasználásával finanszírozzák.

Az általános társadalmi és a vállalkozói kultúra fejlesztése tehát nagyon fontos az üzleti angyalok, illetve a vállalkozások ösztönzésében, és ebbe – hosszabb távon – a közszféra hatékonyan tud beavatkozni. A vállalkozó kedv növelése, a vállalkozói kultúra fejlesztése ösztönzőleg hathat a vállalkozásindításra.

3.2. *Felkészültség a befektetések fogadására*

Az egész kockázatitőke-piacot, beleértve annak informális részét is, a versenyhelyzet jellemzi. Csak a legjobb projektek jutnak anyagi tőkéhez, és közülük is csak kevés ér el gyors növekedést. Az erős versenyhelyzetben a siker esélye azáltal növelhető, ha *felkészítik* a vállalkozókat a *befektetések fogadására*. Az „egymásra találást” nagyban elősegíti, ha a vállalkozók tisztában vannak a finanszírozási módok sajátosságaival és az angyalok speciális elvárásaival.

A felkészültség több vonatkozásban is rendkívül fontos. Először is szükséges, hogy a vállalkozó képes legyen *meggyőzően bemutatni* a potenciális befektetők számára az üzleti

ötletet. Ez feltételezi, hogy a vállalkozó felismerje, megértse az angyalok aggályait, és el is tudja oszlatni azokat az üzleti terv előadása során. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozó nem képes beleképzelni magát a befektető helyzetébe, és elképzeléseit úgy találja, hogy a leendő üzleti angyal nem jut hozzá a számára fontos információkhoz. Tapasztalatok szerint a vállalkozóknak leginkább a vállalat értékével, a kiszállási lehetőségekkel, a kisebbségi részesedések birtokosainak védelmével, az adózási megfontolásokkal kapcsolatos kérdésekben kell felkészültnek lenniük. Másodsor, csak az a vállalkozó tekinthető felkészültnek, aki *képes is sikeresen megvalósítani* az üzleti elképzeléseit. Végül, a felkészültség azon is múlik, hogy a vállalkozó *hajlandó-e* a növekedési lehetőségek kihasználása érdekében a vállalkozás függetlenségének egy meghatározott részéről *lemondani*. A felkészültség javításában kulcsszerepe lehet az üzletiangyal-hálózatoknak.

Egy fogadókészséget fejlesztő programot három fő cél figyelembe vételével érdemes kialakítani:

- meg kell ismertetni a vállalkozókat az elérhető finanszírozási lehetőségek sajátosságaival,
- segíteni kell őket befektetésre alkalmas üzleti ajánlatok elkészítésében, illetve
- segíteni kell őket abban, hogy üzleti ötleteiket vonzóvá tehessék a befektetők számára egy prezentáció során.

Ebből az is következik, hogy a befektetés iránti fogadókészség fejlesztéséhez több szakaszból álló megoldásra van szükség (SBS 2001). Az első szakaszban olyan, a *tájékozottságot* szélesebb körben *növelő* rendezvények juthatnak nagy szerephez, mint például workshopok vagy szemináriumok, melyek lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy minél többet tudjanak meg az elérhető finanszírozási lehetőségekről, azok előnyeiről és hátrányairól, a potenciális finanszírozási források terjedelméről, illetve arról, hogy a befektetők mire figyelnek különösképpen egy üzleti javaslatban, hogyan kell meghatározni a vállalkozás finanszírozási szükségletét és hogyan kell azt bemutatni a befektetőknek.

Az ezt követő szakasz talán a legkritikusabb a fogadókészség fejlesztésének folyamatában. Olyan *szakterületeket érintő konkrét kérdésekben* kell segítséget nyújtani a vállalkozók számára, mint a marketing, a stratégia, a piaci analízis és pozicionálás, a menedzsment, szellemi termékekhez kapcsolódó jogok és a pénzügyi tervezés. A tanácsadást az egyes vállalkozások sajátos igényeire kell szabni. Ez a szakasz hosszúra nyúlhat, és magában foglalja a mentorálást és tréninget is.

A következőkben óriási jelentőséghez jut az üzleti ötlet sikeres *bemutatására való felkészítés*, történjen az akár írásban: üzleti terv vagy más dokumentum formájában, akár személyes előadás keretében. A cél: vonzóvá tenni a projektet a befektetők számára, ennek érdekében segíteni kell a vállalkozókat annak megértésében, hogy milyen információkat keresnek a befektetők, milyen kérdéseket fognak minden bizonnyal feltenni, és hogyan kell magukat és javaslatukat a potenciális befektető számára – csúnyán fogalmazva – „becsomagolni”. A nyilvános bemutatkozás fortélyainak elsajátításában sokat segíthet tapasztalt befektetők bevonása vagy az előadás elpróbálása szakértő hallgatóság előtt.

Végül, de nem utolsósorban a vállalkozóknak szükségük lehet arra is, hogy segítséget kapjanak a potenciális *befektetők felkutatásához*, azonosításához, valamint sikeres egymásra találás esetén az ügylet lebonyolítása során felmerülő *problémák megoldásához*.

A befektetők követelményeivel szemben elmaradó vállalkozói felkészültségen többféle szolgáltatás felkínálásával lehet javítani. Ilyen szolgáltatásra mutat példát az Európai

Unió *eContent* programja részeként az Egyesült Királyságban futó „*alRe*” projekt. Ennek keretében a finanszírozót kereső vállalkozók kezébe olyan eszközt adnak, amellyel értékelhetik saját felkészültségüket a befektetés fogadására, továbbá képességfejlesztő szolgáltatásokat kínálnak fel, és információkat is nyújtanak. A projekt egyik fontos tanulsága, hogy nem vezet könnyű út a tőke megszerzéséhez: még egy teljes mértékben felkészült előterjesztés bírtokában is átlagosan 12–16 hetet kellett rászánni a befektető felkutatására (EC 2003).

4. Az informális kockázatitőke-piac hatékonyságának növelését célzó beavatkozások: közvetítő intézmények működtetése

Az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságát leginkább az jelzi, hogy az angyalok rendre arról számolnak be, hogy szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha a befektetési kritériumrendszerüknek megfelelő ajánlatokat tennének eléjük. Mindeközben az innováció-orientált, növekedni képes vállalkozások nagy részének problémát okoz a fejlődéshez szükséges forrásokhoz való hozzájutás (Kosztopolosz–Makra 2004). Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyobb részt elégedetlenek a létező kommunikáció csatornákkal (Harrison–Mason 1996).

Az informális kockázatitőke-piac aktívabb és hatékonyabb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezőket lebontásán keresztül vezet az út. A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása közvetítő intézmények létrehozásával, vagyis az informális piac bizonyos fokú „formalizálásával” érhető el. Ezek a közvetítő intézmények (általánosan használt terminológiával: üzletiangyal-hálózatok) egyfajta információs csatornát képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között. Működésükkel az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságának két fő okára igyekeznek gyógyírt találni, nevezetesen: az üzleti angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a (mindkét oldalt sújtó) tetemes keresési költségekre. A hálózatok alapvető feladata a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, közvetítő, „összepárosító” szolgáltatások (matchmaking services, business introduction services) nyújtása (Kosztopolosz–Makra 2004).

Az üzletiangyal-hálózatok lehetnek az informális kockázatitőke-piac fejlesztését célzó állami szerepvállalás *kulcsintézményei*. A hálózatokra irányuló illetve a hálózatok bevonásával megvalósuló beavatkozások három lehetséges területen fejthetik ki hatásukat (EC 2003).

Az első ilyen terület a hálózatok működési feltételeinek kialakítását foglalja magában, és különféle szabályozási kérdéseket ölel fel. Így, többek között, el kell dönteni, hogy a vállalkozásfejlesztés intézményrendszerében hol kapjon helyet a létrehozandó üzletiangyal-hálózat, vagy, hogy milyen regionális szervezetben működjön. Az is előfordulhat, hogy az üzletiangyal-hálózatok működését különféle jogszabályok akadályozzák.¹⁷ A befektetéseket érintő új szabályozások kialakítása során fontos szem előtt tartani informális kockázati-tőke-piac érdekeit is.

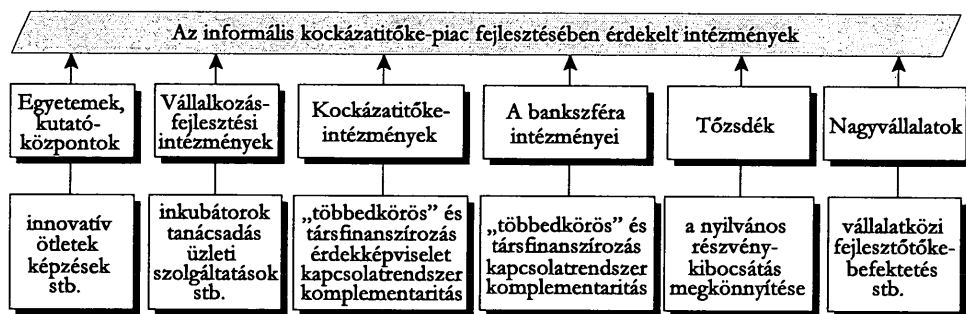
¹⁷ Így például több országban az üzletiangyal-hálózatok nem tesznek befektetési ajánlatokat, hogy kikerüljenek a befektetési tanácsadás végzéséről szóló jogszabályok hatálya alól. A hálózatok díjbevételeit illetően is eltérő a jogrendszerek hozzáállása. Az Egyesült Királyságban működő hálózatok ugyan megállapíthatnak sikerdíjat, azonban ha profitot érnek el, kiterjed rájuk a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó jogszabály hatálya, ami jelentősen megnöveli adminisztratív terheiket (EC 2003).

A nemzetközi tapasztalatokból kitűnik, hogy az állami szerepvállalás akkor lehet igazán eredményes, amennyiben a hálózatok *támogatásában* is testet ölt (Kosztopulosz–Makra 2004), mindaddig, míg a piac eléri azt a fejlettségi fokot, hogy a hálózat képes lesz az önfenntartó működésre. A támogatással párhuzamosan célszerű a hálózatokra telepíteni az informális kockázatitőke-piac szervezésével és fejlesztésével kapcsolatos alapvető funkciókat. Így például a hálózatokra fontos szerep hárulna a jó minőségű és sikeres közvetítési szolgáltatás mellett

- a széleskörű tájékoztatásban, népszerűsítésben, az informális kockázatitőke-piac közismertté tételében,
- az üzleti angyalok és a vállalkozók képzésében, illetve
- a vállalkozók felkészítésében a befektetés fogadására.

A közvetítés hatékonyságához, valamint a fenti feladatok sikeres végrehajtásához hozzájárulhatnak a különféle, részben a közszférában működő intézményekkel történő hosszú távú együttműködések (2. ábra). Az ilyen kapcsolatok kialakulásának katalizálása jelentheti az állami szerepvállalás harmadik formáját a hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac érdekében.

2. ábra. Az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében érdekelt intézmények



Forrás: Makra–Kosztopulosz 2004, 722. o.

Ebben a folyamatban az első lépés a más üzleti hálózatokkal történő együttműködés kialakítása lehet tapasztalatcserén, közös fórumok szervezésén, közös képzési programok indításán keresztül. Az európai kockázatitőke-piac egységesülése növelni fogja a lehetőséget (és a nyomást is) a határokon átvelő együttműködésekre, melyek segítségével a hálózatok növelni tudják a sikeres közvetítés valószínűségét olyan parányi méretű piaci szegmensekben (fülkékben) is, mint amilyenekkel a csúcstechnológia területén találkozhatunk.

A hálózatok azzal is emelni tudják a projektjeik színvonalát és számát, hogy együttműködnek vállalkozásfejlesztési intézményekkel, egyetemekkel, kutatóközpontokkal.

A formális és az informális kockázatitőke-piaci szegmens közti komplementaritások kihasználása hatékonyabb lehet, ha a hálózatok kooperálnak a kockázatitőke-intézményekkel. Ugyanez érvényes az egyéb pénzügyi közvetítő intézményekkel, például bankokkal illetve a tőzsdékkal való kapcsolatrendszer kialakítására. A szinergiában rejlő lehetőségek kiaknázásának terepéént szóba jöhetnek az üzleti angyalok és a vállalati kockázatitőke-

befektetők (corporate venturing) közötti együttműködések is. Itt kell megemlíteni, hogy a hálózatok aktívan bekapcsolódhatnak üzletiangel-szindikátusok szervezésébe is.

A közszféra támogatása lehetővé teszi, hogy a hálózatok javítsák a felkészültséget a befektetések fogadására, megkönnyítsék az egymásra találást, megszervezzék az ismertséget javító programokat, képzéseket végezzenek illetve egyéb támogatást nyújtsanak. Ezekkel a tevékenységekkel helyi szinten növelik a jólétet és munkahelyeket teremtenek. Főként a helyi és regionális szervek látják hasznát a saját régiójuk szempontjából az üzletiangel-hálózatok tevékenységének.

5. Javaslatoak a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében

Visszatérve a bevezetésben említett feltételekhez, befejezésül néhány konkrét javaslatot fogalmazunk meg a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében.

1. Mivel hazánkban az üzletiangel-befektetők fogalma és tevékenysége kevésbé ismert, ezért annak érdekében, hogy a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata közismertté és megszokottá váljon az üzleti életben, elengedhetetlen egy tájékoztató kampány indítása, tanulmányok, publikációk közlése, sikertörténetek, broszúrák, hirdetések megjelentetése stb., hogy a lehetséges üzleti angelok és a finanszírozót kereső vállalkozók megismerjék az új finanszírozási mód előnyeit.
2. A hazai kisvállalkozás-fejlesztési politika eddig nem ismerte fel az informális kockázatitőke-befektetésekben rejlő lehetőségeket, és nem is érzékelhető kormányzati szándék ezen újszerű finanszírozási forma „felkarolására” (Makra–Kosztopulosz 2004). Ez a szándék a közvetlen intézkedéseken túl testet kell öltson olyan kezdeményezésekben is, melyek az ígéretes befektetési lehetőségek számának gyarapodását célozzák. Ehhez több területet (például oktatás-, innováció- és vállalkozásfejlesztési politika) érintő összehangolt beavatkozásra van szükség. Pozitív változások ezen a téren így is csak hosszabb távon várhatók.
3. A viszonylag fejletlen hazai informális kockázatitőke-piacon a kereslet és a kínálat a szokásosnál is nehezebben képes egymásra találni. Hazánkban 2000. júniusa óta működik a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány által létrehozott *Üzleti Angel Klub*, amely személyes és elektronikus közvetítés segítségével biztosít fórumot innovatív vállalkozások és befektetők számára. Az évente 2–3 alkalommal megrendezett találkozók és a – két év alatt – 15–20 bemutatott vállalkozás hazai „angel-piacot” élénkítő hatása azonban korlátozottnak tekinthető. Égetően szükséges volna felállítani egy olyan intézményt, amely a piac érdemi fejlesztésének főszereplője lehet. Célszerűnek látszik a fejlesztési feladatokat (ezek mellé forrásokat is rendelve) egy üzletiangel-hálózat típusú intézményre bízni, amely a szokásos közvetítő szolgáltatások végzésén túl képzési, tanácsadási, érdekképviseleti feladatokat is elláthatna.
4. Ezen hálózat egyik fő funkciója az lehetne, hogy a vállalkozásokat felkészítse a befektetések fogadására. A sikeresen működő felkészítő programok hozadékaként növekedhet a kockázatitőke-befektető után aktívan (és eredményesen) kutató vállalkozások száma.
5. Az informális kockázatitőke-piac jelenlegi méretéről, sajátosságairól kevés információval rendelkezünk. Alapvető fontosságú lenne egy átfogó felmérés elvégzése, illetve

a folyamatos információgyűjtés a hazai informális kockázatiőke-piac helyzetéről, amire támaszkodva valóban megalapozott kínálatorientált fejlesztési döntések születhetnek. Például egy ilyen felmérés eredményei alapján nyílna lehetőség a legjobb hatásfokú befektetés-ösztönző adókedvezmény-rendszer kialakítására és bevezetésére.

Az effajta komplex intézkedések jelentős mértékben hozzá tudnának járulni a növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozási gondjainak enyhüléséhez, a gazdasági növekedéshez, a munkahelyek számának gyarapodásához és a gazdaság versenyképességének erősödéséhez.

Felhasznált irodalom

- Benjamin, G. A. – Margulis, J. 1996: *Finding your wings: how to locate private investors to fund your venture*. Wiley, New York.
- Baygan, G. – Freudenbergr, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Paper, 7, OECD, Párizs.
- Boyns, N. – Cox, M. – Spires, R. – Hughes, A. 2003: *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts*. <http://www.inlandrevenue.gov.uk/research/report.pdf>. (Letöltve: 2004. január 10.)
- EC 2001: *Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe*. European Commission, Brüsszel.
- EC 2003: *Benchmarking business angels. „BEST” report*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg.
- Harding, R. 2002: Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital*, 1, 59–76. o.
- Harrison, R. T. – Mason C. M. 2000: Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, 3, 223–242. o.
- Harrison R. T. – Mason C. M. 1996: Informal venture capital. In: Harrison, R. T. – Mason, C. M. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89–101. o.
- Karsai J. 2000: A kockázati őke szerepe a technológiai alapú induló vállalkozások finanszírozásában. In: Román Z. (szerk.): *Felzárkózás és EU csatlakozás*. MTA Ipar- és Vállalatgazdasági Bizottság, Budapest, 324–330. o.
- Kosztopolosz A. 2004a: Az Európai Unió kockázati őkével kapcsolatos politikája és intézményei. In: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 68–88. o.
- Kosztopolosz A. 2004b: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatiőke-befektetések motivációi. In: Garai L. – Czagány L. (szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2004*. JATEPress, Szeged, 327–341. o.
- Kosztopolosz A. – Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatiőke-piac élénkítésében. In: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 89–109. o.
- Lerner, J. 1998: „Angel” financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 22, 773–783. o.

- Lumme, A. – Mason, C. M. – Markku, S. 1998: *Informal venture capital. Investors, investments and policy issues in Finland*. Kluwer, Dordrecht.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2004: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51, 7, 717–739. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1999: Public policy and the development of the informal venture capital market – UK experience and lessons for Europe. In: Cowling, K. (szerk.): *Industrial Policy in Europe: Theoretical perspectives and practical proposals*. Routledge, London, 199–223. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17, 211–236. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2004: Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels. *Venture Capital*, 4, 313–332. o.
- Osman P. 1998: *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és középvállalatok létrehozásában, fejlesztésében*. OMFB, Budapest.
- Osman P. 2000: Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok. *Pénzügyi Szemle*, 11–12, 1060–1073. o.
- SBS 2001: *Investment readiness – Bidding Guidance for Demonstration Projects*. The Small Business Service, Sheffield.
- Sullivan, M. K. – Miller, A. 1996: Segmenting the informal venture capital market: economic, hedonistic and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 36, 25–35. o.
- Szerb L. – Varga A. 2002: High tech venture capital investment in a small transition country: the case of Hungary. In: Bartzokas, A. – Mani, S. (szerk.): *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*. Edgar Elgar, London, 290–321. o.
- Van Osnabrugge, M. 2000: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2, 91–109. o.
- Van Osnabrugge, M. – Robinson, R. J. 2000: *Angel investing. Matching start-up funds with start-up companies – The guide for entrepreneurs, individual investors and venture capitalists*. Jossey-Bass, San Francisco.
- Van Sebreeck, H. 2000: *The financing of innovation with venture capital*. Federal Planning Bureau, Brüsszel.

A tőkeszerkezet meghatározó tényezői

Krénsz Ágota*

A tőkeszerkezet nem más, mint a vállalat beruházásai által termelt pénzáramlásnak a vállalat eszközeire vonatkozó, hosszú távú pénzügyi követelések tulajdonosai közötti szétosztása. A pénzügyi vezető, amikor eldönti, hogy egy adott beruházást milyen formában kíván finanszírozni, arról dönt, hogyan alakul a követelések tulajdonosainak összetétele.

A tőkeszerkezeti probléma tehát szorosan kapcsolódik a pénzügyi vezető finanszírozási döntéseibe, amely a pénzügyi terület két része közül az egyiket képviseli.

Azt tudjuk, hogy a másik részterület – a beruházási döntések eredményeképpen – meghatározza a vállalat sikerességét, fennmaradásának alapját. A beruházási döntések pozitív nettó jelenértékűek, növelik a vállalat értékét. De növelhetik-e a finanszírozási döntések is? A tőkeszerkezet alakítása során a pénzügyi vezető erre törekszik. Olyan tőkeszerkezetet kell kialakítani, amely maximálja a vállalat értékét. Ezt a folyamatot azonban csak a vállalat környezeti feltételeinek ismeretével teheti, mivel e feltételekhez való alkalmazkodással alakítható ki az optimális tőkeszerkezet.

Kutatásaim során elsősorban a tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel (azon tényezőkkel, amelyek befolyásolják a tőkeszerkezeti döntéseket) és ezeknek a tőkeáttétel szabályszerűségeire vonatkozó hatásaival foglalkozom. Vizsgálom, hogy a különböző területeken mért tőkeáttételi mutatók miért térnek el egymástól, melyek azok a meghatározó tényezők, amelyek az eltéréseket okozzák. Dolgozatomban először felvázolom a tőkeszerkezet „mérésének” (számszerűsítésének) lehetőségeit, bemutatom a tőkeszerkezeti döntéseket befolyásoló tényezőket. Majd ezeket kifejtve térek rá a kutatás empirikus részének rövid ismertetésére, az eredmények bemutatására azonban csak egy következő dolgozat kereteiben kerülhet sor.

Kulcsszavak: finanszírozási politika, tőkeszerkezet, tőkeszerkezet meghatározó tényezői

1. Bevezetés

A tőkeszerkezet nem más, mint a vállalat beruházásai által termelt pénzáramlásnak a vállalat eszközeire vonatkozó, hosszú távú pénzügyi követelések tulajdonosai közötti szétosztása. A pénzügyi vezető, amikor eldönti, hogy egy adott beruházást milyen formában kívánnak finanszírozni, arról dönt, hogyan alakul a követelések tulajdonosainak összetétele.

A tőkeszerkezeti probléma tehát szorosan kapcsolódik a pénzügyi vezető finanszírozási döntéseibe, amely a pénzügyi terület két része közül az egyiket képviseli.

Azt tudjuk, hogy a másik részterület – a beruházási döntések eredményeképpen – meghatározza a vállalat sikerességét, fennmaradásának alapját. A beruházási döntések pozitív nettó jelenértékűek, növelik a vállalat értékét. De növelhetik-e a finanszírozási döntések is? A tőkeszerkezet alakítása során a pénzügyi vezető erre törekszik. Olyan tőkeszerkezetet

* Krénusz Ágota, PhD hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetési Tanszék (Budapest).

kell kialakítania, amely maximálja a vállalat értékét. Ezt a folyamatot azonban csak a vállalat környezeti feltételeinek ismeretével teheti, mivel e feltételekhez való alkalmazkodással alakítható ki az optimális tőkeszerkezet.

Kutatásaim során elsősorban a tőkeszerkezet meghatározó tényezőivel (azon tényezőkkel, amelyek befolyásolják a tőkeszerkezeti döntéseket) és ezeknek a tőkeáttétel szabályszerűségeire vonatkozó hatásaival foglalkozom. Vizsgálom, hogy a különböző területeken mért tőkeáttételi mutatók miért térnek el egymástól, melyek azok a meghatározó tényezők, amelyek az eltéréseket okozzák. Dolgozatomban először felvázolom a tőkeszerkezet „mérésének” (számszerűsítésének) lehetőségeit, bemutatom a tőkeszerkezeti döntéseket befolyásoló tényezőket. Majd ezeket kifejtve térek rá a kutatás empirikus részének rövid ismertetésére, az eredmények bemutatására azonban csak egy következő dolgozat kereteiben kerülhet sor.

2. A tőkeszerkezet „mérése”

A tőkeszerkezetek összehasonlíthatóságának érdekében, a vállalatok pénzügyi adataiból számítható mutató a tőkeáttétel (leverage <US>, gearing <UK>).

„A működési tőkeáttétel (operating leverage) nagyságát a vállalat profitnövekményének és az eladott árumennyiség növekményének hányadosával mérjük. Alapvető meghatározója a fix és változó költségek aránya.” (Sulyok–Pap, 1995, 309. o.) Magas fix költségek mellett ez a mutató a nyereségességet mutatja.

„A befektetői tőkeáttétel (investment leverage) az olyan befektetések (értékpapírok adásvétele, határidős tőzsdei pozíciók létrehozása) esetén jelentkezik, ahol a szükséges letét csak töredéke a művelet teljes összegének.” (Sulyok–Pap 1995 309. o.).

Elemzéseinkben a *pénzügyi tőkeáttételt* használjuk, amely a vállalat eladósodottságát méri. E mutató egyik fajtája a tőkeáttételt, mint az idegen források összes forráson belüli arányát mutatja, vagyis $L = D/D+E$, ahol D az összes kötelezettséget (debt), míg E a saját tőkét (equity) jelöli, tehát $D+E$ az összes forrás. Hasonlóan szokták számolni a kötelezettségek (idegen források) és a saját tőke arányát, azaz D/E -t. Különböző mutatók alakíthatók ki aszerint, hogy mit értenek idegen forrás alatt, vagyis mely mérleg sorokat vonják össze. Szokás számolni a hosszú lejáratú kölcsönök és a saját tőke arányát, az adósságállomány piaci értékének és a saját tőkének az arányát, vagy akár a kötelezettségállomány egyes elemeinek (például: bankhitelek, szállítók, stb.) a saját tőkéhez vagy összes forráshoz viszonyított arányát is. Éppen ezért nagyon fontos pontosan ismerni, hogy milyen mutatókkal dolgozunk.

A pénzügyi tőkeáttétel fenti indexei tehát azt mutatják meg, hogy a vállalat eszközei milyen fedezetet nyújtanak a kötelezettségekre. Ugyanakkor, a vállalat eszközeit értékesíteni kell előbb ahhoz, hogy a hitelezők igényeit kielégítsék. Szokás ezért olyan mutatókat számolni, amelyek arról árulkodnak, hogy a vállalat bevételei mennyire fedezik a kamatkötelezettséget. A kamatfedezeti mutatók a vállalat kamat- és adófizetés előtti ($EBIT = \text{Earnings before interest and tax}$) vagy kamat- és adófizetés, illetve értékcsökkenés nélküli ($EBITDA = \text{Earnings before interest, tax and depreciation of assets}$) eredményét viszonyítják a kamatfizetések összegéhez.

3. A tőkeszerkezetet meghatározó tényezők

3.1. Az „alaptétel” és módosítása

Az a kérdés tehát: mi alapján dönt a pénzügyi vezető a lehetséges finanszírozási eszközök között? A vezetés fő feladata, hogy maximalizálja a vállalat értékét. Így tehát a pénzügyi vezető feladata is az, hogy *olyan tőkestruktúrát hozzon létre, amely maximalizálja a vállalat értékét.*

A vállalati pénzüggel és ezen belül is a tőkestruktúrával foglalkozó elméletek körülbelül harmincéves múltra tekintenek vissza. 1958-ban a *Modigliani–Miller* szerzőpáros munkájában kifejtette, hogy a tőkeszerkezet irreleváns a vállalat értékére nézve, vagyis nincs olyan optimális tőkeszerkezet, amely mellett a vállalat értéke maximális. A vállalat nem tudja értékét azáltal megváltoztatni, hogy az általa termelt jövedelmet különbözőképpen osztja szét. Ezt a kijelentésüket azzal magyarázták, miszerint a befektető nem fog többet fizetni annak a vállalatnak a részvényéért, amelynél nagyobb a tőkeáttétel, mivel ezt a tőkeáttételt az egyén maga is létre tudja hozni azáltal, ha hitelt vesz fel, és ezt egy tőkeáttétel nélkül működő cég papírjaiban helyezi el. A *Modigliani–Miller* törvény teljesüléséhez azonban szükséges a tökéletes tőkepiac megléte, illetve, hogy fennálljanak a következő feltételek:

1. Nincsenek adók,
2. Nincsenek tranzakciós költségek,
3. Minden piaci résztvevő azonos információval rendelkezik – azaz nincs információ aszimmetria,
4. Mindenki azonos feltételek mellett vehet fel hitelt – kockázatmentes kamatlábon (kockázatmentesség).
5. A vállalatok csak kétféle kötelezettséget vállalnak: kockázatmentes hitelt vehetnek fel és részvényt bocsáthatnak ki.
6. Minden pénzáramlás örökjáradék-jellegű.
7. A működési pénzáramlás független a hitelfelvételi politikától.

Ezek a feltételezések azonban a valós világban nem – vagy csak részleteikben léteznek. Így az egyéni áttételes portfólió létrehozása sokkal több költséggel és korlátozással jár, mint a vállalat esetében (vagyis a vállalat könnyebben és olcsóbban hozza létre a tőkeáttételt, mint az egyén).

A szerzőpáros 1963-ban korrigálta elméletét az adók hatásával. Megállapították, hogy a társasági adók a tőkeáttétel növekedésével dramatikusan növelik a vállalat értékét. Ha V_u tőkeáttétel nélküli, V_l a tőkeáttétellel működő vállalat értéke, t az adókulcs és L (itt értsd: idegen tőke/összes eszköz) a tőkeáttétel, akkor a következő képlet írható fel: $V_l = V_u + t \cdot L$. Ez viszont azt jelenti, hogy a vállalatokat teljesen adósságból kell finanszírozni, mivel értékük ekkor maximális. A gyakorlatban ez elképzelhetetlen, mivel a vállalat csődjéhez vezetne. A vállalatok L mutatója ezért jóval egy alatt van, nulla vagy akár negatív is lehet hosszabb időszakon keresztül. Ez viszont azt jelenti, hogy a vállalatok nem maximalizálják értéküket, vagy a *Modigliani–Miller* elméletben van valamilyen súlyos tévedés vagy figyelembe nem vett feltétel az érték és a tőkeáttétel közti kapcsolatban.

A további elméletek a *Modigliani–Miller* elmélet helyesbítésére illetve kiegészítésére szorítkoztak. Elsősorban az adók tőkeszerkezeti hatásaival foglalkozott *Miller* (1977), *Masulis–DeAngelo* (DeAngelo – Masulis 1980). Az adózási előnyök (adópaijsz, adómegetaka-

rítás) és a csőd közötti választással foglalkozik a választásos elmélet (*Bradley és szerzőtársai* 1984, idézi: Brennan 1995). A tőkeszerkezet és az aszimmetrikus információk elméletének összekapcsolását végezte el a hierarchia elmélet (*Myers–Majluf* 1984).

Ezek az elméletek azonban csak csekély mértékben magyarázzák a tőkeszerkezetben létrejövő különbségeket. Mi a helyzet tehát a gyakorlatban?

3.2. Tőkeszerkezet a gyakorlatban

A Modigliani–Miller szerzőpáros elmélete tehát csak tökéletes tőkepiac esetén érvényesül. Jóllehet megpróbálták az általuk kidolgozott elméletet egy feltétel feloldásával értelmezni, ez önmagában nem bizonyult járható útnak. Világos, hogy a vállalati vezetőnek nagyon sok feltétel egyidejű figyelembevételével kell megoldania az optimalizálás problémáját. E tényezőket két csoportra bontottam. Az ország vagy régióspecifikus tényezőket *makrotényezők*nek neveztem el. Ezek magyarázzák az országok – régiók közötti fő különbségeket. Ezek olyan megfigyelhető tényezők, amelyek makroszinten érvényesülnek. A másik csoport, ebből következően azt vizsgálja, mi befolyásolja a vezetőket a tőkeszerkezet alakításában vállalati, azaz mikro szinten. Ezek – nem véletlenül – a *mikrotényezők*. Ezt a csoportot további két részre lehet bontani. Vannak olyan faktorok, amelyek minden vállalat esetében meghatározóak, és vannak a pénzügyi vezetőből adódó sajátosságok. Kutatásaim további részében az előbbiekkal kívánok foglalkozni. Ezek ismertetése történik a 3.5. részben.

3.3. Makrotényezők

3.3.1. A tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer jellemzői (intézményi jellemzők)

A tőkepiac fejlettsége és a bankrendszer egymással szoros kapcsolatban van. Viszonyuk kialakulását, a finanszírozásban való domináns szerepüket leginkább az egyes területek történelme határozza meg. Két jól elkülöníthető rendszerről beszélhetünk. Az egyikben, az angolszász rendszerben, a tőkepiac dominálja a tőkefinanszírozást. Ez főleg annak köszönhető, hogy az angolszász területeken a szabad tőke „elszórt” volt, a tőzsde intézménye töltötte be a tőkekoncentrááló szerepet, és ez mind a mai napig fennáll. Itt nyilván kevesebb hely jutott a bankoknak.

Ezzel szemben a kontinentális rendszerben a bankok szerepe meghatározó. A kontinentális–európai országokban a gazdasági többlet nagyobb részét az arisztokrácia luxuskiadásai és az állami hadikiadások emésztették fel. A vállalatfinanszírozáshoz külföldi tőke segítségével bankokat alapítottak, hogy az Angliával és Északnyugat-Európával szembeni gazdasági elmaradottságot csökkentsék. A magántőke szerepe nem volt jelentős, mivel a megtakarításokat a háborúk és az ezeket kísérő inflációs időszakok nagyjából megsemmisítették, így a vállalkozások finanszírozásában a bankok vették át a főszerepet. Ez a bankok szinte túlzott szerepéhez, és az úgynevezett univerzális bankok kialakulásához vezetett.

Ez az intézményi adottság tehát egyértelműen leszűkíti a finanszírozási lehetőségeket.

3.3.2. A vállalatirányítás

Szintén történelmi meghatározottságú a vállalatirányítás. Az angolszász országokban az elaprózott tulajdonosi szerkezet a megbízó-ügynök problémához vezetett, melynek a tőkeszerkezetre illetve a vállalatértékre való hatását többen is kimutatták. (Mikolasek és szerzőtársai 1996, 31–32. o.).

A német rendszerben a bankok túlsúlya érvényesül a vállalatirányításban is. A bankok a náluk letétbe helyezett értékpapírokkal szavaznak a közgyűlésen, így előfordul, hogy többségben vannak. Ugyanakkor a bankok képviselője tagja a Felügyelő Bizottságnak is.

A japán vállalatirányítás jellemzője a *kereszttulajdonlás (mochiai)* és a bank központi szerepe. A jelenség neve *keiretsu*. A vállalatcsoport élén egy bank áll. A bank is hitelez a vállalatoknak, illetve a vállalatok is egymásnak.

3.3.3. Az adórendszer¹

Nem mellékes, hogy az adórendszer az eredmény milyen jellegű kifizetéseit preferálja. Mivel a pénzügyi vezető arra törekszik, hogy a helyes tőkeáttételt úgy válassza meg, hogy a befektetők által realizált jövedelem maximális legyen. Vagyis azt az elosztási csatornát kell megtalálnia, amely végén a lehető legtöbb jövedelem marad meg. Az 1. táblázatban vastagon szedve láthatók ezek az utak.

1. táblázat. Adórendszerek összehasonlítása

Egy adózás előtti dollár értéke, ha		1. Adósság- ként (ka- matként) fizetik ki	2. Osztalék- ként fizetik ki	3. Tőkejöve- delem, ha megadózat- tatják	4. Tőkejöve- delem, ha nem adózik
USA	1983	0,44	0,20	0,32	0,44
	1990	0,64	0,35	0,35	0,54
Japán	1983	0,65	0,36	0,44	0,44
	1990	0,80	0,39	0,48	0,48
Németország	1983	0,44	0,44	0,44	0,44
	1990	0,47	0,47	0,50	0,50
Franciaország	1983	0,50	0,26	0,43	0,50
	1990	0,50	0,41	0,49	0,58
Olaszország	1983	0,80	0,29	0,59	0,59
	1990	0,88	0,42	0,54	0,54
Nagy-Britannia	1983	0,31	0,31	0,34	0,48
	1990	0,60	0,60	0,39	0,65
Kanada	1983	0,50	0,35	0,35	0,47
	1990	0,53	0,37	0,36	0,56

Forrás: Rajan–Zingales(1994), 1443. o.

Jól látható, hogy míg az Egyesült Államokban 1990-ben a kötvényesek jártak jobban, addig Németországban a részvényesek tőkejövedelme adózott a legkevésbé.

¹ Ez a rész Rajan–Zingales (1995) alapján készült. Azóta számos adóreform történt az érintett országokban, így ez a táblázat már nem teljesen állja meg a helyét. A disszertációtervezetben természetesen ezeket az adatokat módosítani fogom.

Nemcsak a relatív, de az abszolút viszonyok is leolvashatóak azonban a táblázatból. Míg az Egyesült Államokban 1990-ben a kötvényes jövedelmének csak 64 százalékát kapta kézhez, addig Olaszországban 88 százalékát.

3.3.4. Pénzügyi nehézségek, csődtörvények

A pénzügyi nehézségek és a csődkiadások irrelevánsok a finanszírozási struktúra kialakítása szempontjából mindaddig, amíg ezek nem befolyásolják a vállalat pénzáramlását. Amint ezek megjelennek a pénzáramlásban, a vállalat értékét csökkentik, és ezzel rászorítják a vezetőket arra, hogy újragondolják és átszervezzék a vállalat finanszírozását.

A cash flow-t a pénzügyi nehézségek csökkenthetik, mivel pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalatok csak igen magas kamaton jutnak hitelhez. A csőd vagy a csőddel való fenyegetettség költsége még nagyobb terhet jelenhet egy vállalat számára.

A csődtörvények célja a hitelezővédelem. Segítségével a hitelezők „megbüntethetik” a vállalatot és rákényszeríthetik, hogy a jövőben szigorúbb finanszírozási politikát folytasson, és kisebb tőkeáttétellel működjön. A csőd szabályozása nem egységes a világon. Egyes országokban a törvény nagyon szigorú. Németországban a hitelezőknek jelentős jogaik vannak a moratórium alatt, és ezért kevés vállalatot tudnak újraszervezni. A brit szabályozás értelmében a hitelezők akár a cég eszközeinek eladásával is kérhetik a kötelezettségek kiegyenlítését, sőt a csődbiztos kijelölése után már nem valószínű a tevékenység folytatásának lehetősége. Más országokban, mint például az Egyesült Államokban, Franciaországban vagy a többi európai országban a vállalatokat könnyebb újraszervezni, gyakran a hitelezők anyagi segítségével.

A szigorúbb szabályozás tehát veszélyeztetheti a vállalat fennmaradását magasabb tőkeáttétel mellett, így ezekben az országokban a tőkeáttétel nyilván alacsonyabb kell, hogy legyen.

3.4. Tőkeáttétel és a makroszintű meghatározó tényezők

Végezetül álljon itt egy összefoglaló táblázat (1. ábra) a determinánsok és egy átlagos tőkeáttételi mutató bemutatásával. A tőkeáttételi mutatók Rajan–Zingales tanulmányából származnak. (Rajan–Zingales 1995).

1. ábra. Makroszintű meghatározó tényezők

	USA	Nagy-Britannia	Japán	Németország
Intézményi adottság	piaci alapú, fejlett tőkepiac	piaci alapú, fejlett tőkepiac + bankok	bankok szerepe, keiretsu	univerzális bankrendszer, fejletlen tőkepiac
Vállalatirányítás	megbízó–ügynök elmélet, shareholder rendszer		blockholder, keiretsu, mochiai	blockholder, piramis rendszer
Adórendszer	kamat adóelőnye	kamat és osztalék egyenlő adó	kamat adóelőnye	kamat és osztalék egyenlő adó
Csődtörvények	kevésbé szigorú	szigorú	kevésbé szigorú	szigorú
Tőkeáttétel (adósság/tőke)	0,33	0,16	0,37	0,18

Forrás: Krénusz, 2000, 55. o.

3.5. Mikrotényezők

Ha egy egyszerű modellel kívánnánk felírni a tőkeszerkezet és a meghatározó tényezők közötti összefüggést, akkor a következő összefüggést kapnánk:

$$L_i = \sum a_i Ma_i + \sum b_i Mi_i + e_i$$

ahol:

L_i	az i-dik vállalat tőkeáttétele
a_i	az i-dik makrotényező koefficiense
Ma_i	az i-dik makrotényező
b_i	az i-dik mikrotényező koefficiense
Mi_i	az i-dik mikrotényező
e_i	az i-dik vállalat hibatagja

A vállalat tőkeáttétele tehát egy ilyen modellben két megfigyelhető és egy egyedi részből áll. Az első megfigyelhető rész – a makrotényezők része – nagyon nehezen számszerűsíthető, már ha ez egyáltalán lehetséges. A számszerűsítés tehát egyedül a második részre – a mikrotényezőkre – végezhető el. A harmadik rész ugyanis, mint véletlen tényező a többi azonos (vagy inkább hasonló) mutató esetén az egyes vállalatok közötti eltéréseket mutatja, vagyis a már említett vezetői megfontolásokat és egyéb zajokat.

A mikrotényezők a vállalat gazdálkodásából adódó olyan tényezők, amelyek közvetlenül befolyásolhatják a hitelfelvételi politikát. Ilyenek lehetnek:

- Vállalati eredményesség
- Vállalati nyereségesség
- Vállalati növekedés
- Vállalati likviditás
- Befektetési intenzitás
- Iparág
- Kockázatoság

Az ilyen faktorok vizsgálatára összpontosító tanulmány még nem született, bár voltak próbálkozások. A tőkeszerkezet vállalati meghatározó tényezőinek vizsgálatával foglalkozott Rajan–Zingales (1995). Kutatásukban országok közötti összehasonlítással ellenőrizték a belső tényezők tőkeszerkezetre való hatását. Ezek voltak többek között: a nyereségesség, a vállalatméret, a növekedés vagy a befektetési intenzitás. Szintén végzett hasonló vizsgálatokat Ramb (2000). Vizsgálatában európai vállalkozásokon figyelte a vállalkozási forma tőkeszerkezetre való hatását.

Születtek tehát próbálkozások az ilyesfajta tényezők vizsgálatára, azonban természetesen Magyarország ezen összehasonlításokban nem szerepelt. Előbbi szerzők szintén nem próbálkoztak egy regressziós modell felépítésére.

A disszertációmban tehát ezen hiányosságokat pótolva a következőkben kifejtett elemzését szeretném elvégezni három országra: az Amerikai Egyesült Államokra, Magyarországra és Németországra. Tervem továbbá egy összehasonlítást készíteni a két nagy rendszer – Egyesült Államok és Németország – illetve Magyarország között. Ez nemcsak a két nagy közötti (egyébként elhalványuló) különbségeket mutatná be, hanem lehetőséget adna a magyar vállalkozások nemzetközi rendszerben való elhelyezésére is.

Felhasznált irodalom

- Brealey, R. A. – Myers, S.C. 1999: *Modern vállalati pénzügyek*. Panem, Budapest
- Brennan, M. J. 1995: Corporate Finance Over the Past 25 Years. *Financial Management*, 24, 9–22. o.
- DeAngelo, H. – Masulis, R. W. 1980: Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3–29. o.
- Harris, M.– Raviv, A. 1991: The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 6, 297–355. o.
- Miller, M. H. 1977: Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 5, 261–276. o.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. 1958: The Cost of Capital. Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 6, 261–297. o.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. 1963: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. *American Economic Review*, 6, 433–443. o.
- Mikolasek A. – Sulyok-Pap M. 1996: *A vállalatfinanszírozás elméleti kérdései*. BKÁE Pénzügyi Intézet, Vállalati Pénzügy Tanszék, Budapest
- Myers, S. C.– Majluf, N. S. 1984: Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informatin Investors Do Not Have. *Journal of Finance*, 6, 187–222. o.
- Ramb, F. 2000: Verschuldungsstrukturen im Vergleich – Eine Analyse europäischer Unternehmen. *Kredit und Kapital*, 1, 1–38. o.
- Rajan, R. R. – Zingales, L. 1995: What Do We Know about Capital Structure? The *Journal of Finance*, 5, 1421–1460. o.
- Sulyok-Pap M. 1995: A vállalati tőkeszerkezet kérdései. In: *Új utak a közgazdasági, üzleti és társadalomtudományi képzésben*. BKE Jubileumi konferencia, 309–321. o.

A magyar bankközi piacról

Lublóy Ágnes*

A tanulmány a forintban denominált, fedezetlen bankközi hitel- és betétügyletek alapján a magyar bankközi piac vizsgálatát tűzi ki célul. A forgalmi adatokat elemezve megállapíthatjuk, a bankközi ügyletek havi forgalma emelkedő tendenciát mutat, a futamidő szerinti csoportosításban az overnight ügyletek dominanciája a meghatározó. A bankközi pénzpiac állományi adatait tekintve 2003-ban a fedezetlen bankközi hitelügyletek átlagos állománya 208,7 milliárd forint volt, ami a bankrendszer mérlegfőösszegének 1,71 százalékát, míg alapvető tőkéjének 19,69 százalékát jelentette. Az overnight ügyletek dominanciája mellett az egy- és kéthetes, az egy, a három és a hat hónapos futamidejű ügyletek állománya is jelentős. A bankközi állományok napi alakulása meglehetősen volatilis.

A bankközi piac főbb strukturális jellemzőit elemezve arra a következtetésre juthatunk, hogy a magyar bankközi piac koncentrált, a bankközi kibelyezések és felvételek piacán a három legnagyobb piaci szereplő részesedése egyaránt 45 százalék körüli, a tíz legnagyobb szereplő a piac 80 százalékát fedi le. A bankközi piac struktúrája leginkább egy több pénzközponttal rendelkező piacra hasonlít, ahol a pénzközpontok szerepét tízenöt nagybank tölti be. A bankközi ügyletek közel 60 %-át a tízenöt nagybank köti egymással, de az ügyletek több, mint 95 százalékában legalább az egyik partner ezen tízenöt bank közül kerül ki.¹

Kulcsszavak: bankközi piac, forgalom, állomány, koncentráció, struktúra

1. Bevezetés

A modern pénzügyi rendszerekhez hozzá tartozik egy jól működő bankközi piac. A bankközi piac mikroszinten a likviditás allokációjában tölt be fontos szerepet, míg makroszinten a pénzügyi integrációt erősíti. Egy jól működő bankközi piac azonban nemcsak a bankoknak, hanem a jegybanknak is fontos, hiszen az eszköztárán, köztük a kamatlábon keresztül érvényre juttathatja a monetáris politikáját. A bankközi piac így a transzmissziós csatorna egyik építőköve is.

Jelen tanulmány a bankok közötti kitettségek feltérképezésére vállalkozik, a hazai bankközi piac főbb ügyleteinek, tendenciáinak, forgalmi, illetve állományi értékeinek bemutatására. A bankközi piac lehetséges struktúráinak ismertetése mellett 50 kiválasztott munkanap alapján sor kerül a magyar bankközi piac koncentrációjának, valamint struktúrájának elemzésére is.

* Lublóy Ágnes, Ph.D. hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések Tanszék (Budapest)

¹ A tanulmány nagyban támaszkodik az MNB-ben készített *A magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásai* című írásomra.

2. A hazai bankközi piac forgalmáról

A bankok átmeneti *likviditási problémájuk* menedzselése érdekében igénybe vehetik akár a bankközi piacot, akár a jegybankot. 2001 júniusa és 2003 júniusa között a magyar pénzpiacra a jegybankról felvett hitelek – hitelfelvételi napok számában mért – gyakorisága duplájára nőtt, míg az igénybevételkor lehívott összeg nagysága a harmadára, negyedére csökkent. Mindez a hazai bankok likviditás menedzselésének változására utal. (Balogh és Gábel 2003)

A fejlett országokban a *bankközi pénzpiacra három fő ügylettípust* különböztethetünk meg: a devizák közötti csereügyleteket (FX-swapok), a fedezetlen bankközi hitel-, illetve betétügyleteket, valamint a kölcsönös visszavásárlási megállapodásokat (repóügyletek). Magyarországon a bankrendszer egészére jellemző likviditásbőség miatt a jegybanknál elhelyezett – overnight, illetve a kétételes – betétek volumene is jelentős. Balogh és Gábel (2003) a bankközi pénzpiacok fejlődésének trendjeiről szóló tanulmánya szerint a hazai pénzpiacra az FX-swap ügyletek dominálnak, forgalmuk 2002 második félévében több mint kétszeresen felülmúlta a fedezetlen ügyletekét.² A fedezetlen ügyletek forgalmának növekedése elmarad az aktív külföldi részvételnek betudható FX-swap piac növekedésétől. A fedezetlen ügyletek lassabb növekedése részben arra vezethető vissza, hogy a szűkülő jegybanki kamatfolyosó miatt csökken a jegybanki eszközök igénybevételének költsége, aminek következtében a bankok a bankközi tranzakciók helyett előnyben részesítik a jegybankkal végzett tranzakciókat.³ Magyarországon a repóügyletek bankközi piacon betöltött szerepe jelentéktelen, szemben az eurózóna pénzpiacával, ahol 2001-ben már a repópiac a legjelentősebb szegmens.

A magyar bankközi pénzpiac forgalma lassuló ütemben ugyan, de folyamatosan növekszik. Tanulmányom további részében kizárólag a fedezetlen bankközi hitel- és betétügyletekkel foglalkozom⁴, azaz FX-swap ügyletekkel, a repóügyletekkel, illetve a fedezett hitel- és betétügyletekkel nem. A fedezett bankközi ügyletek forgalma 2001 júniusa és 2004 márciusa között egyébként az összes bankközi ügylet forgalmának 0,53%-át tette ki havi átlagban, és egyik hónapban sem haladta meg a 2,5%-ot. A fedezett bankközi ügyletek állománya sem jelentős, a naponkénti állományi adatokat alapul véve a 2003-as év során az összes bankközi ügylet állományának 1,26%-ára rúgott átlagosan.

A tanulmány, a jelenlegi szabályozói gyakorlattól eltérően, praktikussági szempontokból nem kezeli külön a Magyar Fejlesztési Bankot, illetve az Eximbankot.

Az elemzés adathiány miatt nem terjed ki sem a hazai bankok egymás közötti devizaügyleteire, sem a külföldi bankokkal megkötött ügyletekre. Balogh és Gábel (2003) becslése szerint 2002-ben a hazai bankok összes fedezetlen ügyletének 15–20%-ára tehető a külföldi bankokkal megkötött ügyletek részesedése. Ennek a 15–20%-nak azonban lehet, hogy jóval koncentráltabb a megoszlása. Michele Manna (2004) az euróövezet bankrendszerének integrációját vizsgáló tanulmánya szerint ugyanis a határokon átnyúló ügyletek zöme szomszédos országok között zajlik. A piacok regionális jellege miatt tehát a külföldi

² Kérdéses, hogy 2002 második félévét mennyire tekinthetjük tipikus időszakként. A 2003. január 15–16-án kulmináló spekulációs támadást megelőző időszakban néhány bank FX megbízásos swap forgalma igen jelentős volt.

³ Balogh és Gábel (2003) szerint az MNB-nél elhelyezett betétek állománya 2002-ben átlagosan a bankközi kihelyezések egyharmadát tette ki.

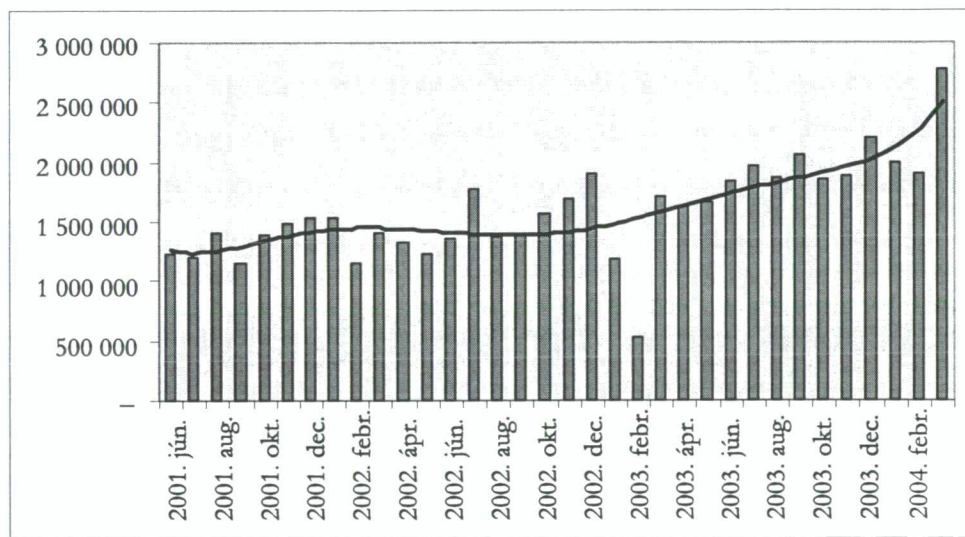
⁴ Ennek megfelelően, amikor a továbbiakban a bankközi piacról vagy bankközi ügyletekről van szó, akkor a fedezetlen bankközi hitel- és betétügyleteket értem alatta.

bankokkal megkötött ügyletek szerepe sem lenne elhanyagolható, különösen Magyarországon, ahol a szomszédos osztrák bankok a bankrendszer eszközállományának jelentős hányadát tulajdonolják.

A fedezetlen, forintban megkötött bankközi ügyletek *havi forgalmának* 2001 júniusa és 2004 márciusa közötti alakulását az 1. ábra mutatja. Az adatok a kamatstatisztikai adat-szolgáltatásból származnak, melynek keretében a hazai bankok partner szerinti bontásban naponta jelentik a hazai bankokkal forintban megkötött bankközi hitel- és betétügyletek összegét, a bankközi ügylet értéknapi szerinti kezdő és záró dátumát, az ügylet kamatlábát és az ügylet típusát, mely lehet felvétel vagy kihelyezés, fedezett vagy fedezetlen.

Az 1. ábrába berajzolt polinomiális trendvonal segítségével jól látható, hogy az ügyletek havi forgalma összességében emelkedő tendenciát mutat, a 2001 júniusi 1481 milliárd forintról 2004 márciusára 2792 milliárd forintra nőtt. Bár az egyes hónapok között jelentős eltérés van, havi átlagban a forgalom 3,77%-kal növekedett. A havi forgalom alakulásában egyfajta ciklikusság is megfigyelhető, az adott naptári éven belül valamennyi évben decemberben a legmagasabbak a forgalmi állományok.⁵ Az átlagos napi forgalom 2001 első félévében 68,7 milliárd forint volt, ami 2003 második félévében 110,9 milliárd forintra nőtt.

1. ábra. A fedezetlen bankközi ügyletek havi forgalmának alakulása
(2001 június–2004 március, millió Ft)

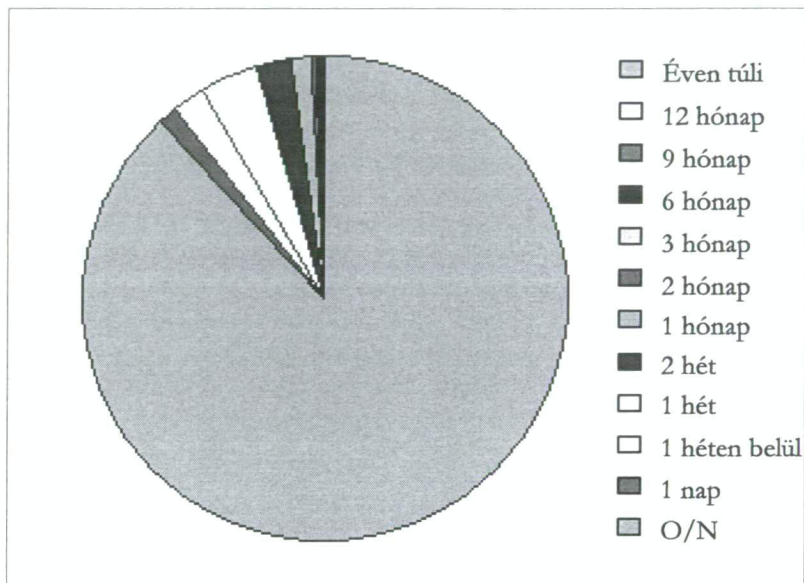


Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábáról

⁵ Fontosnak tartom megjegyezni, hogy a bankközi pénzügyi piac puffert jellege miatt igazából sem a bankközi pénzügyi forgalmi, sem a bankközi pénzügyi állományi adataiból nem tudunk messzemenő következtetéseket levonni a ciklikusságot vagy a banküzemi sajátosságokat illetően.

A fedezetlen bankközi ügyletek 2003-as *összesített forgalmának futamidő szerinti megoszlása* a 2. ábrán követhető nyomon.⁶ Az overnight ügyletek részesedése 88%-ot tesz ki, az egy nap és az egy hónap közötti futamidővel rendelkező ügyletek éves forgalomból való részesedése 1 és 4% közötti, míg az egy hónapnál hosszabb futamidejű ügyletek részesedése 0,5% alatti.⁷

2. ábra. A fedezetlen bankközi ügyletek éves forgalmának futamidő szerinti megoszlása 2003-ban



Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábáról

3. A magyar bankközi piac állományi adatai

A bankközi hitel- és betétügyletek forgalmi adatainak rövid áttekintése után vizsgáljuk meg a bankközi pénzpiac állományi adatait. A 3. ábra a 2002-es és 2003-as év napi állományi adataiból számított átlagos *bankközi fedezetlen állományokat* mutatja. 2002-ben a fedezetlen bankközi hitelügyletek átlagos állománya 184,4 milliárd forint volt, ami 2003-ban 208,7 milliárd forintra nőtt. Ez a bankrendszer – havi átlagokból számított – átlagos mérlegfőösszegének 1,89, illetve 1,71%-át jelentette. A alapvető tőkére vetítve a bankközi fedezetlen hitelügyletek állománya átlagosan az alapvető tőke 18,73, illetve 19,69%-át tette ki 2002-ben,

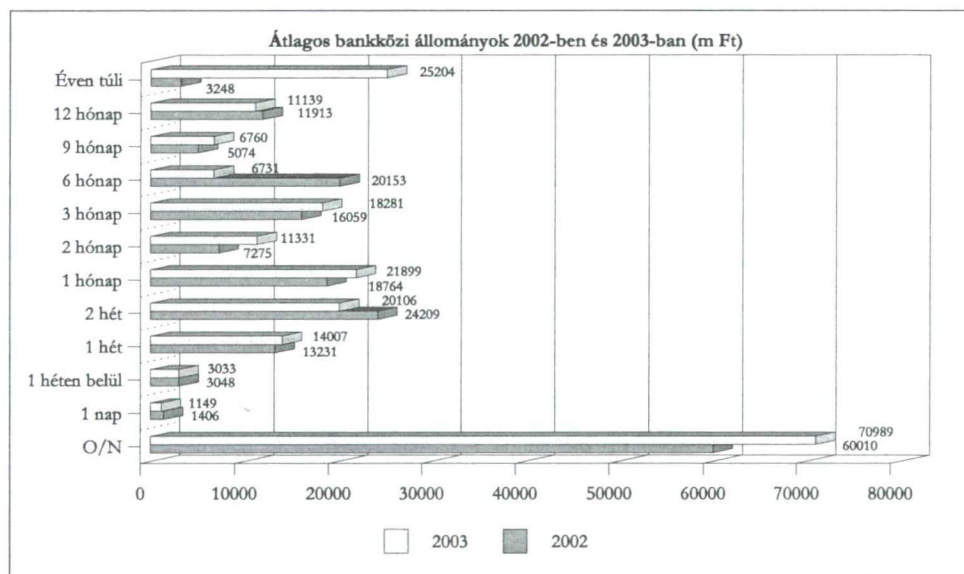
⁶ Az ügyletek futamidő szerinti besorolása teljes, azaz valamennyi ügylet egyszer besorolásra került. Az overnight ügyletek futamideje egy éjszaka, egy héten belüli ügyletek futamideje 1–4 naptári nap, az egyhetes ügyleteké 5–11 naptári nap, a kétheteské 12–20 nap, az egy hónaposaké 21–45 nap, a két hónaposoké 45–75 nap, a három hónaposaké 76–135 nap, a hat hónaposaké 136–225 nap, a kilenc hónaposaké 226–315 nap, a 12 hónaposaké 316–366 nap, az éven túliak futamideje pedig több, mint 366 nap.

⁷ A 2002-es év forgalmi adatainak megoszlási viszonyozásai a 2003-as év viszonyozásaival szinte teljesen azonos képet mutatnak.

illetve 2003-ban. A 3. ábrán látható, hogy az overnight ügyletek dominanciája mellett az egy- és kéthetes, az egy, a három és a hat hónapos futamidejű ügyletek állománya is jelentős.

2003-ban az éven túli ügyletek állománya az overnight ügyletek állományát követően a legmagasabb. A hosszabb futamidejű hitelek relatíve magas állománya azért meglepő, mert fedezetlen bankközi ügyletekről van szó, amelyeket a bankok a szakirodalom szerint leginkább likviditás-menedzselési célokból vesznek igénybe. 2003. szeptember 1-jén a 6 hónapnál hosszabb futamidejű bankközi hitelek közel 50%-át egy nagybank, közel 30%-át pedig egy másik, a fogyasztási hitelek részpiacára szakosodott kisbank vette fel. Relatíve nagyobb, öt-öt százalék körüli piaci részesedéssel rendelkezik még két nagybank. A fenti bankok bankközi piacon keresztüli aktív forrásszerző politikája vélhetően a bankközi piac relatív olcsóságának köszönhető. A hosszabb futamidejű hitelek legjelentősebb kihelyezője közel 45%-os, míg a második legjelentősebb kihelyezője pedig közel 25%-os piaci részesedést tudhat magáénak.

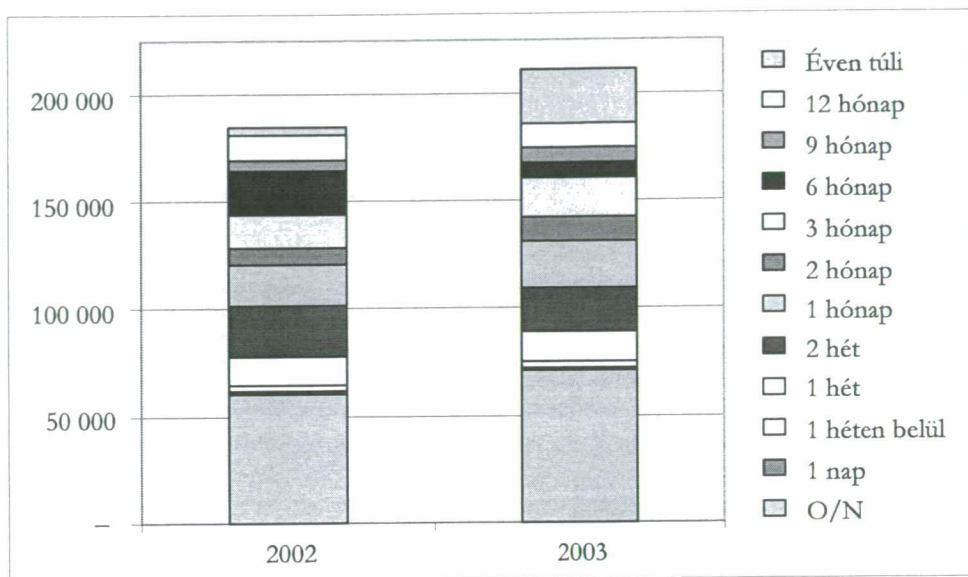
3. ábra. Az átlagos bankközi állományok nagysága
2002-ben és 2003-ban



Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábáról

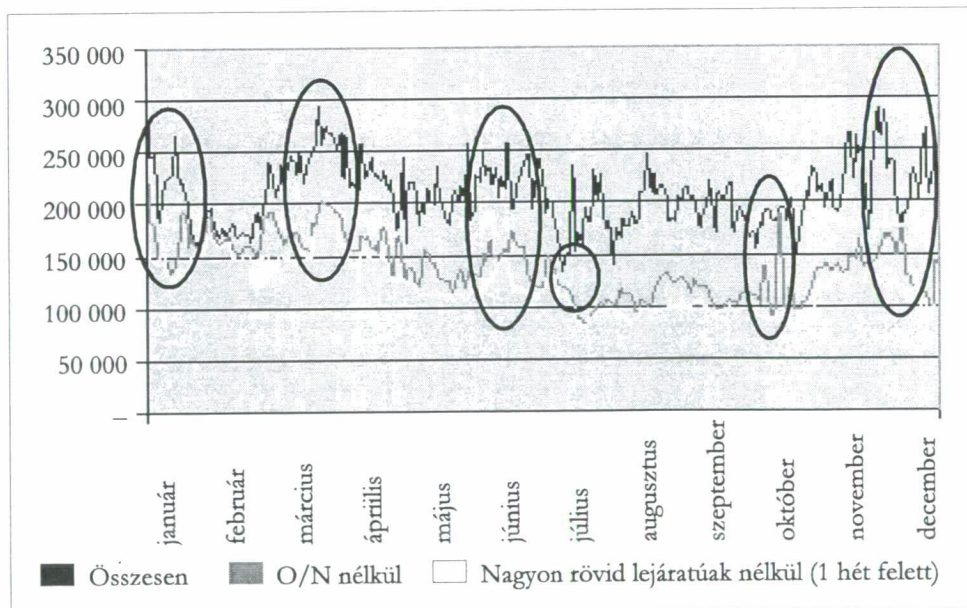
A 4. ábra a 2002-es és 2003-as év napi adataiból számított átlagos bankközi fedezetlen állományainak *futamidő szerinti megoszlását* mutatja. Az overnight ügyletek részesedése mindkét évben 30% feletti, a kéthetes és az egy hónapos ügyletek részesedése 10% körüli. 5–8% körüli részesedéssel bírnak az egyhetes, a három hónapos és az egy éves futamidejű ügyletek. Az egynapos, az egy héten belüli és a kilenc hónapos ügyletek aránya mindkét évben 3% alatti. Néhány nagy ügyletnek köszönhetően 2003-ban az éven túli ügyletek 2%-os részaránya 12%-ra nőtt. Strukturális jellegű változásra utal azonban az, hogy a hat hónapos ügyletek részaránya 11%-ról 3%-ra csökkent.

4. ábra. Átlagos bankközi állományok megoszlása
2002-ben és 2003-ban (millió Ft)



Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábáról

5. ábra. A bankközi állományok együttes alakulása 2003-ban (millió Ft)

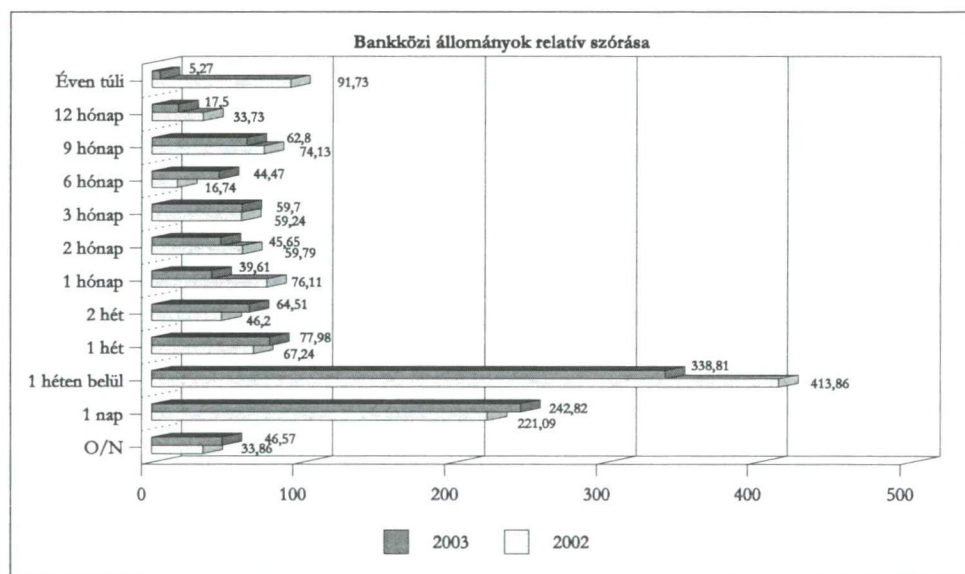


Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábáról

Az 5. ábra a *bankközi állományok napi alakulását* szemlélteti. Az együttesen számított bankközi állományok 2003 március közepén és december elején vették fel a legmagasabb értékeket. Március 20-án azonban nem csak ez együttes állomány a legmagasabb, hanem az overnight, illetve az egy hétnél rövidebb lejáratú ügyletek nélkül számított állományok is.

A bankközi állományok napi alakulása – a bankközi piac szerepéből adódóan – meglehetősen *volatilis*. A futamidők szerint csoportosított állományok szórását vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az overnight ügyletek 33 milliárdos szórása a legnagyobb, de jelentős még – 10 milliárd forint körüli – az egy héten belüli, az egyhetes, a kéthetes, az egy hónapos, illetve a három hónapos futamidejű ügyletek szórása. A 6. ábra a futamidő szerint csoportosított bankközi ügyletek *relatív szórását* mutatja. Látható, hogy a rövid futamidejű ügyletek – egy héten belüli, egynapos, egyhetes, kéthetes – relatív szórása a legmagasabb, majd a kilenc, illetve három hónapos ügyleteké. Az overnight, a két hónapos és a hat hónapos ügyletek relatív szórása 45% körüli.

6. ábra. A bankközi állományok relatív szórása



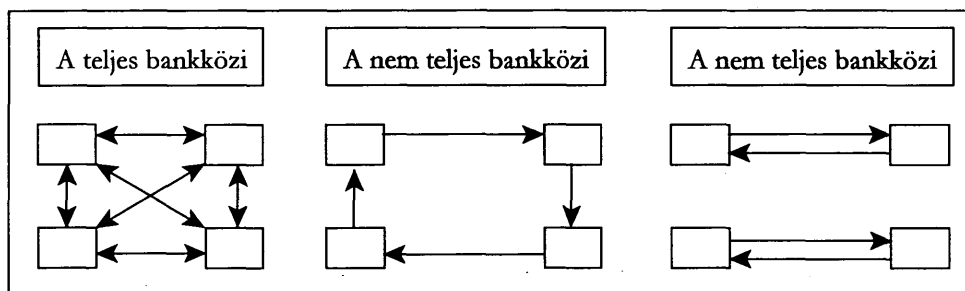
Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábjáról

4. A bankközi piac strukturális jellemzőinek áttekintése

A bankközi piac struktúrájának egyik fontos dimenzióját a *bankközi piac koncentrálttsága* jelenti, ami a legkiterjedtebb bankközi kapcsolatokkal rendelkező bankok piaci részesedésével mérhető.

A bankközi piac struktúrájának másik fontos dimenzióját a *bankok kapcsolati térképe*, azaz az egymáshoz kapcsolódó bankok hálójának milyensége jelenti.⁸ Allen és Gale Pénzügyi fertőzés című cikkében (2000) két fő struktúrát különböztet meg egymástól. Ahogy a 7. ábrán látható, a *bankközi piac lehet teljes*, illetve *nem teljes*.⁹ Teljes bankközi piacon minden bank minden bankkal kapcsolatban áll, és a banki ügyfelek döntését megelőzően az egymásnál elhelyezett bankközi betétek nagysága is azonos. Egy nem teljes bankközi piac esetén alapesetben (7. ábra, A eset) csak a szomszédos bankok kapcsolódnak egymáshoz, azaz négy bank esetén A bank B-nél, B bank C-nél, C bank D-nél, D bank pedig A-nál helyezi el felesleges pénzeszközeit. A nem teljes piac egy speciális esete (7. ábra, B eset), amikor a bankok nem egy, hanem tulajdonképpen két zárt rendszert alkotnak. A négy bankból álló bankrendszer példájánál maradv az azt jelenti, hogy A bank B-nél, B bank A-nál, C bank D-nél, D bank pedig C-nél helyezi el szabad pénzeszközeit. Ebben az esetben a bankok a két – vagy több – csoport egyikébe tartoznak, a csoporton belül létezik a bankok között kapcsolat, a csoportok között azonban nincs. Egy nem teljes piacnak számtalan oka lehet, egy lehetséges magyarázat szerint kialakulása a tranzakciós költségekkel, illetve az információs aszimmetriával hozható összefüggésbe.

7. ábra. A teljes és nem teljes bankközi piac struktúrája



Forrás: Allen és Gale (2000)

A bankközi piac struktúrája azonban attól is függ, hogy *mennyire szorosan kapcsolódnak a bankok egymáshoz*. Teljes piacon a kapcsolódási szint értelemszerűen csak magas lehet, hiszen minden bank minden bankkal kapcsolatban áll. Nem teljes piacon viszont a kapcsolódási szint lehet magas, illetve alacsony is. A 7. ábrában szereplő, A esetbeli nem teljes piac kapcsolódási szintje magas volt. A kapcsolódási szint akkor lenne alacsony, ha a B esetbeli struktúra alakulna ki a piacon.

Allen és Gale (2000) két fő struktúrája mellett Freixas, Parigi és Rochet (2000) megkülönböztet egy újabb struktúrát is, a pénzközponttal rendelkezőt. A pénzközpont egyszerre

⁸ Bár a bankközi piac struktúrája összefüggésben áll a bankközi piacon keresztüli fertőzés kockázatával, tanulmányomnak nem célja a bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásainak és így a dominó-hatás milyenségének és súlyosságának vizsgálata. Jelen esetben az elemzés tárgyát kizárólag a bankközi piac struktúrája képezi.

⁹ Allen és Gale az alábbi terminológiát használja a fenti két struktúra leírására: complete és incomplete structure. Allen és Gale modelljében az első időpontban az ügyfelek meghozzák a döntésüket, hogy most, vagy később fogyasztanak, míg a második időpontban – az ügyfelek döntésétől függően – a bankok visszavonják, illetve megtartják a másik banknál elhelyezett bankközi betétjüket.

több bankkal áll kapcsolatban, a pénzközpontozáshoz tartozó egyes bankok azonban nem kapcsolódnak egymáshoz.¹⁰ A pénzközponttal rendelkező bankstruktúrák egy speciális esete, amikor egy adott bankszektorban nem egy, hanem több pénzközpont létezik, mint például Belgiumban. (Degrise és Nguyen 2003) A több pénzközponttal rendelkező bankstruktúra esetén – a terminológia angol megfelelője a *multiple money centre* – két további tiszta al- esetet különböztethetünk meg, attól függően, hogy a többi bank egyszerre hány pénzközpontozáshoz kapcsolódik. Mindkét esetben a pénzközpontok között élénk bankközi kapcsolat figyelhető meg. Az első esetben azonban egy bank csak egy pénzközponttal áll kapcsolatban, a második esetben az adott bank az összes pénzközponttal kapcsolatban áll. Az utóbbi esetben a pénzközpontokhoz tartozó egyes bankok közvetlenül ugyan nem kapcsolódnak egymáshoz, de a pénzközpontokon keresztül közvetve igen. Természetesen a valóságban ezen két tiszta eset között bármilyen kombináció létrejöhet.

A bankközi piac koncentráltságától, illetve kapcsolati térképétől függetlenül lehet *szétszórt struktúrájú* is. A kitétségek szétszórt volta azt jelenti, hogy a bankok bankközi betéteiknek és hiteleiknek nagysága a bankok bankközi piacon betöltött szerepének relatív fontosságát tükrözik. Szétszórt struktúra alatt tehát egy olyan bankközi piacot értek, ahol feltételezem, hogy egy adott bank a bankközi követelés- és kötelezettségállományát a többi bank között a lehető legjobban megosztja.¹¹

Fontosnak tartom hangsúlyozni, hogy a bankközi kitétségek szétszórt voltának feltételezése nem azonos az Allen és Gale szerinti teljes piac fogalmával. Míg egy teljes piac esetén minden bank minden másik bankkal kapcsolatban áll, addig egy szétszórt piac esetében csak azt állítjuk, hogy a bankok a bankközi követelésük, illetve kötelezettségük nagyságának függvényében helyeznek el más bankoknál betétet, illetve nyújtanak hitelt. Egy adott bankközi struktúra könnyen lehet úgy szétszórt, hogy nem teljes, például egy 40 bankból álló bankrendszerben csak 10 bank rendelkezik bankközi betét-, illetve hitelállománnyal, viszont a 10 bank bankközi követelésének, illetve kötelezettségének megoszlása szétszórt. Hasonlóan ehhez egy bankközi piac lehet úgy teljes, hogy a bankközi kitétségek nem szétszórtak. Ekkor minden bank minden másik bankkal kapcsolatban áll, de a bankok bizonyos bankokat előnyben részesítenek, így arányaiban nagyobb betétet helyeznek el hozzájuk, illetve vesznek fel hitelt tőlük.

¹⁰ Magyarországon pénzközponttal rendelkező struktúrával írható le a takarékszövetkezeti szektor, ahol a pénzközpont szerepét a Magyar Takarékszövetkezeti Bank, a továbbiakban a Takarékbank tölti be. A takarékszövetkezetek által 1989-ben létrehozott Takarékbank azért tölt be a takarékszövetkezetek között speciális szerepet, mert az 1993. október 15-én aláírt együttműködési szerződés értelmében az Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alaphoz (OTIVA) tartozó takarékszövetkezeteknek a Takarékbanknál kell vezetniük elszámolási számláikat (Katz 2003) A Takarékbank tehát egy olyan bank, amely egyszerre végez kereskedelmi banki tevékenységet és látja el a takarékszövetkezeti integráció csúcspanki szerepkörét.

¹¹ A követelések és kötelezettség szétszórt volta formálisan nem jelent mást, mint azt, hogy az x_{ij} konkrét értékeit az a_i és az l_j szorzatának és a mátrix elemeinek összegének hányadosaként határozhatnánk meg.

$$x_{ij}^* = (a_i \cdot l_j) / \sum_{j=1}^{NN} x_{ij}$$

ahol x_{ij}^* az i -edik bank j -edik bankkal szemben fennálló követelését, a_i az i -edik bank összes követelését, l_j pedig a j -edik bank többi bankkal szembeni kötelezettségét jelöli. A követelések és a kötelezettségek szétszórt volta egyben a relationship lending tagadását vonja maga után. Ez azt jelenti, hogy a bankközi piacon nincsenek olyan bankok, akik bizonyos bankokat előnyben részesítenek, azaz szívesebben vennének fel tőlük hitelt, illetve helyeznék ki náluk felesleges pénzeszközöket.

5. A magyar bankközi piac koncentrációja és struktúrája

A hazai bankközi állományok magas értékeit tekintve még semmit sem tudunk mondani az állományok bankonkénti megoszlásának belső struktúrájáról. Alacsonyabb bankközi állomány mellett is előfordulhat ugyanis, hogy az állományok megoszlása koncentráltabb. A 2003-as évet vizsgálva tanulmányomban hat, összesen 50 napot magába foglaló periódust választottam ki, ami a munkanapok számát tekintve 20%-os lefedettségnek felel meg. Az 5. ábrán be is jelöltem azokat a turbulensebbnek, illetve kevésbé turbulensnek mondható napokat, amelyek bankközi állományi adatait tulajdonképpen megvizsgáltam. Az ábrán bejelölt periódusok a 2003. január 7-a és 20-a, március 19-e és április 1-je, június 13-a és 26-a, július 9-e és 15-e, október 15-e és 20-a, valamint december 2-a és 13-a közötti napokat jelentik. A négy, tíz napból álló turbulensebb periódus azon napok köré csoportosul, ahol az együttes bankközi állományok értéke meghaladta a 250 milliárd forintot. A két rövidebb, öt napos periódus esetén az egyik periódus azokat a napokat foglalja magába, ahol az együttes bankközi állományok öt napos átlaga a legalacsonyabb, a másik, októberi periódus pedig egy olyan időszakot ölel fel, ahol az overnight ügyletek állomány rendkívül alacsony volt.

Az 50 kiválasztott nap állományi adatait alapul véve először a *bankpiac koncentráltságát* vizsgáltam meg. Az 1. táblázat a legnagyobb szereplők napi adataiból számított kumulatív piaci részesedésének minimumát, átlagát és maximumát mutatja, az összes bankközi ügylet állományra vetítve. Az 1. táblázatból látható, hogy a bankközi kihelyezések és felvételek piacának koncentrációja közel azonos.¹² A három legnagyobb piaci szereplő részesedése mindkét részpiacra átlagosan 45%, az öt legnagyobb szereplő piaci részesedése közel 60%, míg a tíz legnagyobb szereplő a piac 80%-át fedi le. A bankközi piacon a 15 legaktívabb szereplő együttes részesedése mindkét részpiacra 90% feletti.

1. táblázat. A hazai bankpiac koncentrálttsága

A bankpiac koncentrálttsága		Kihelyezés			Felvétel		
		Minimum	Átlag	Maximum	Minimum	Átlag	Maximum
A 3	legnagyobb szereplő részesedése	35,24%	45,16%	60,30%	36,65%	45,12%	51,78%
Az 5		49,55%	58,50%	71,59%	49,38%	59,48%	67,41%
A 10		71,78%	78,94%	86,70%	72,59%	80,90%	87,27%
A 15		85,18%	90,30%	94,41%	87,74%	92,23%	96,85%
A 29		93,72%	96,76%	99,26%	94,88%	97,66%	99,72%

Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatábráról

A bankközi piac legnagyobb kihelyezőjének a kiválasztott 50 nap átlagos állományi adatai alapján számított piaci részesedése 23%, a második legnagyobb kihelyező 12%-os

¹² Az 1. táblázatban látható koncentrációs arányszámokat úgy kaptam, hogy a bankközi állományok naponkénti nagysága szerint csökkenő sorrendbe rendeztem a bankpiac szereplőinek állományát, kiszámoltam a százalékos részesedésüket, majd kumuláltam, és az így kapott értékeknek vettem az átlagát, illetve a minimumát és a maximumát. Ez egyben azt is jelenti, hogy például az öt legnagyobb piaci részesedéssel bíró bank nem jelenti minden nap ugyanazt az öt bankot.

piaci részesedéssel rendelkeznek. Két további nagybank 7,5%-os, illetve 6%-os piaci részesedést tudhat magának. 4%-nál magasabb piaci részesedéssel további három bank rendelkezik.

A hitelfelvevői piac legjelentősebb szereplője több, mint 20%-os részesedést tudhat magának, a második legnagyobb hitelfelvevő piaci részesedése 10%-os, a harmadiké 8,3%-os. Még két további bank 7,5%-os piaci részesedése haladja meg az öt százalékot.

Számos bank piaci részesedése 1% alatti, a bankközi kihelyezések piacán 14 bank, míg a bankközi hitelek piacán 10 bank részesedése kevesebb, mint 1%. A bankközi kihelyezések piacán hét, míg a hitelek piacán tíz olyan bank is létezik, amelyik semmilyen állománnyal nem rendelkezett a vizsgált 50 nap egyikén sem.

A számok tükrében megállapíthatjuk, hogy *a magyar bankközi piac relatíve magas koncentrációval jellemezhető*. A bankközi piac koncentrációjának és struktúrájának további vizsgálatához azonban elengedhetetlen a bilaterális bankközi pozíciók konkrét nagyságának ismerete. Az ehhez szükséges adatok az MNB már említett kamatstatisztikai adatszolgáltatásából származnak.¹³

A bankok egymással szembeni követeléseit és kötelezettségeit, ahogy a 8. ábrán látható, mátrix formában érdemes felírni, N belföldi és M külföldi bank esetében egy $(N+M) \times N$ -es mátrixot kapunk.¹⁴ A bankok bankközi pozícióját mutató X mátrix x_{ij} -edik eleme az i -edik bank j -edik bankkal szemben fennálló követelését mutatja. A mátrix i -edik sorának a_i összege az i -edik bank összes többi bankkal szemben fennálló követelését, azaz bankközi kihelyezéseinek összegét jelenti. A mátrix j -dik oszlopának l_j összege a j -dik bank többi bankkal szembeni kötelezettségét, azaz bankközi forrásainak összegét mutatja.

8. ábra. A bankközi követelések és kötelezettségek mátrixa

X mátrix	Hazai bankok					Külföldi bankok				
	1	2	3 ...	j	... N	$\sum_j^N x_{ij}$	1	2 ...	j	... M $\sum_j^M f_{ij}$
1										
2										
3										
...										
i				x_{ij}		a_i			b_{ij}	f_{a_i}
...										
N										
$\sum_i^N x_{ij}$				l_j						

Forrás: Saját szerkesztés

¹³ A Magyarországon rendelkezésre álló adatok körét illetően fontosnak tartom megjegyezni, hogy az MNB kamatstatisztikai nyilvántartásához hasonló nyilvántartás számos nyugat-európai országban nem létezik.

¹⁴ A 8. ábrán a teljesség kedvéért szerepeltettem a külföldi bankokat, ahogy korábban már utaltam rá, az elemzés adathiány miatt nem terjed ki a külföldi bankokra.

Mivel a bankok bankközi követeléseire és kötelezettségei vonatkozó egyedi banki információk nem publikusak, a 2. táblázat a 2003-as év kiválasztott 50 napjának 251,7 milliárd forintos átlagos bankközi állományának bankszoportonkénti százalékos megoszlását mutatja. Az első csoportot – a 2003. december 31-ei mérlegfőösszegeket alapul véve – az öt legnagyobb mérlegfőösszeggel rendelkező bank jelenti, a második csoport a 6–10-dik legnagyobb mérlegfőösszeggel rendelkező bankokat foglalja magába, és így tovább. Az utolsó csoportban csak 4 bank található. A táblázat második sorának és negyedik oszlopának met-szetében lévő 5,49%-os érték tehát azt jelenti, hogy a teljes kötelezettségállomány 5,49%-a az első, illetve a harmadik bankszoportba tartozó bankok közötti.

A 2. táblázat alapján a követelések és a kötelezettségek piacának koncentrációja érdekes képet mutat. Az első öt nagybank piaci részesedése a követelések piacán 47,32%-os, ami lényegesen magasabb, mint a kötelezettségek piacából való 22,79%-os részesedés. Ez az anomália azonban főként annak tudható be, hogy az első öt nagybank jelentős mennyiségű forrást helyezett ki egy, a második csoportba tartozó, állami feladatokat ellátó bankhoz. A többi esetben a kumulált piaci részesedést megvizsgálva viszont azt tapasztaljuk, hogy a kötelezettségek piacán magasabb a koncentráció, különösen igaz ez az első tíz, illetve húsz bank piaci részesedésére.

A 2. táblázatból látható, hogy a teljes kötelezettségállomány 5%-át meghaladó piaci részesedés csupán hat bankszoport közötti relációban fordul elő. A bankközi követelések és kötelezettségek több, mint fele a 64 lehetséges relációból ezen hat relációhoz kapcsolható. A hatból négy esetben az első csoportba tartozó nagybankok bankközi kihelyezéséről, míg két esetben a harmadik csoportba tartozó bankok forráskihelyezéséről van szó. Érdekes, hogy a mérlegfőösszegük alapján a harmadik csoportba sorolt bankok a bankközi piacon jelentősebb kihelyezők, mint a második csoportba sorolt bankok. A harmadik bankszoport a teljes kihelyezett állomány 18,99%-át helyezte ki, míg a második bankszoport csupán 7,21%-át. A teljes kötelezettségállomány 1%-át meghaladó piaci részesedés tizenhét bankszoport közötti relációban fordul elő, azaz a relációk közel negyedében, ami piac további 36%-át fedi le.

2. táblázat. A bankközi állományok százalékos megoszlása bankszoportonként (mérlegfőösszeg)

	1	2	3	4	5	6	7	8	követelés összesen	kumulált követelés
1	8,32%	20,94%	55,49%	5,92%	3,05%	3,06%	0,55%	0,00%	47,32%	47,32%
2	2,16%	2,37%	1,13%	0,57%	0,70%	0,05%	0,16%	0,06%	7,21%	54,53%
3	5,63%	5,90%	3,09%	2,05%	2,14%	0,00%	0,18%	0,00%	18,99%	73,52%
4	1,28%	1,69%	0,65%	0,65%	0,50%	0,34%	0,00%	0,36%	5,4%	78,99%
5	2,20%	2,88%	1,31%	1,26%	0,82%	0,86%	0,04%	0,29%	9,66%	88,64%
6	1,47%	3,64%	0,38%	0,45%	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%	6,07%	94,71%
7	1,54%	1,72%	0,44%	0,51%	0,27%	0,29%	0,09%	0,00%	4,86%	99,57%
8	0,19%	0,06%	0,05%	0,12%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,43%	100,00%
Összes kö- telezettség	22,79%	39,20%	12,54%	11,53%	7,63%	4,59%	1,02%	0,71%	100,00%	
Kumulált kö- telezettség	22,79%	61,99%	74,52%	86,05%	93,69%	98,27%	99,29%	100,00%		

Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábáról

A 2. táblázat alapján megállapíthatjuk, hogy a magyar bankközi piac egyetlen tiszta struktúrával sem írható le. Ugyanerre a megállapításra juthatunk, ha a bankokat nem a mérlegfőösszegük, hanem a bankközi kapcsolataik alapján rangsoroljuk, ahol az első csoportba az öt – a második csoportba a 6–10-dik, és így tovább – legkiterjedtebb bankközi kapcsolatokkal rendelkező bank tartozik. A bankközi kapcsolatok kiterjedtségét a követelések, illetve a kötelezettségek együttes állományának átlagos nagyságával mértem. Az egyes bankcsoportok így kapott piaci részesedését a 3. táblázat tartalmazza. Az ügyletek közel 70%-ában – az ügyletek volumenét tekintve – az egyik partner az első csoportba tartozó öt bank egyike.

3. táblázat. A bankközi állományok százalékos megoszlása bankcsoportonként (bankközi kapcsolatok)

	1	2	3	4	5	6	7	8	követelés összesen
1	20,17%	7,04%	7,05%	4,37%	2,43%	2,79%	2,26%	0,18%	46,29%
2	9,16%	3,00%	3,21%	1,86%	1,60%	0,71%	1,30%	0,12%	20,97%
3	3,67%	5,00%	1,39%	1,37%	1,02%	0,01%	0,51%	0,01%	12,98%
4	4,52%	1,70%	0,78%	0,79%	0,65%	0,20%	0,66%	0,04%	9,33%
5	4,20%	1,11%	0,92%	0,27%	0,62%	0,09%	0,29%	0,01%	7,52%
6	0,64%	0,70%	0,13%	0,43%	0,47%	0,00%	0,09%	0,00%	2,47%
7	0,20%	0,00%	0,14%	0,02%	0,00%	0,00%	0,09%	0,00%	0,45%
8	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Összes kötelezettség	42,56%	18,55%	13,62%	9,12%	6,78%	3,80%	5,20%	0,36%	100,00%
Kumulált kötelezettség	42,56%	61,11%	74,73%	83,85%	90,63%	94,43%	99,64%	100,00%	

Forrás: MNB, Napi jelentés a bankközi forint-hitelek és forint-betétek kamatlábáról

A 2. és a 3. táblázat alapján is könnyen belátható, hogy a magyar bankpiac nem teljes, azaz számos olyan bank van, amelyek a bankközi piacon keresztül egyáltalán nem kapcsolódik egymáshoz.

A magyar bankközi piac struktúrája mindenesetre leginkább egy több pénzközponttal rendelkező piacra hasonlít. A pénzközpontok szerepét közel tizenöt bank tölti be, ahol a pénzközpontok egymással, illetve a többi bankcsoport bankjaival is szoros kapcsolatban állnak. Az ügyletek közel 60%-a az első három bankcsoport közötti, illetve az ügyletek volumenét tekintve az ügyletek több, mint 95%-ában az egyik partner az első három csoportba tartozó tizenöt bank egyike. Ha a magyar bankközi piac struktúráját a belga bankközi piac struktúrájával vetjük össze, azt tapasztaljuk, hogy a belga piac sokkal inkább megközelíti a pénzközponttal rendelkező struktúrát. A négy legnagyobb belga bank a bankrendszer eszköz-állományának 85%-ával rendelkezik, és közöttük bonyolódik le a belföldi bankközi kapcsolatok közel 35%-a, illetve a fenti négy bank az ügyletek közel 90%-ában, mint partner jelenik meg a bankközi ügylet egyik oldalán. (Degryse és Nguyen 2003)

6. Összegzés

A tanulmány a forintban denominált, fedezetlen bankközi hitel- és betétügyletek alapján a magyar bankközi piac vizsgálatát tűzte ki célul. A forgalmi adatokat elemezve megállapíthatjuk, a bankközi ügyletek havi forgalma emelkedő tendenciát mutat, a futamidő sze-

rinti csoportosításban az overnight ügyletek dominanciája a meghatározó. A bankközi pénzpiac állományi adatait tekintve 2003-ban a fedezetlen bankközi hitelügyletek átlagos állománya 208,7 milliárd forint volt, ami a bankrendszer mérlegfőösszegének 1,71%-át, míg alapvető tőkéjének 19,69%-át jelentette. Az overnight ügyletek dominanciája mellett az egy- és kéthetes, az egy, a három és a hat hónapos futamidejű ügyletek állománya is jelentős. A bankközi állományok napi alakulása meglehetősen volatilis.

A bankközi piac főbb strukturális jellemzőit elemezve láthattuk, hogy a magyar bankközi piac koncentrált, a bankközi kihelyezések és felvételek piacán a három legnagyobb piaci szereplő részesedése egyaránt 45% körüli, a tíz legnagyobb szereplő a piac 80%-át fedi le. A bankközi piac struktúrája leginkább egy több pénzközponttal rendelkező piacra hasonlít, ahol a pénzközpontok szerepét tizenöt nagybank tölti be. A bankközi ügyletek közel 60 százalékát a tizenöt nagybank köti egymással, de az ügyletek több, mint 95 százalékában legalább az egyik partner ezen tizenöt bank közül kerül ki.

Felhasznált irodalom

- Allen, F. – Gale, D. 2000: Financial Contagion. *Journal of Political Economy*, 108, 1.
- Allen, F – Gale, D. 2003: *Competition and Financial Stability*. September 6, 2003. Letölthető: <http://www.econ.nyu.edu/user/galed/papers/paper03-09-06.pdf>. 2004. június 30. 14 óra 23 perc.
- Balogh Cs. – Gábrriel P. 2003: *Bankközi pénzpiacok fejlődésének trendjei*. Magyar Nemzeti Bank Műhelytanulmányok 28, 2003 november. Budapest.
- Degryse, H. – Nguyen, G. 2003: *Interbank Exposures: An Empirical Examination of Systemic Risk in the Belgian Banking System*. Letölthető: <http://www.uni-kiel.de/ifw/konfer/banken/nguyen.pdf>. 2003. február 13. 16 óra 23 perc.
- Diamond, D. W. – Dybvig, P. H. 1983: Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 90, 6.
- Elsinger, H. – Lehar, A. – Summer, M. 2002: *Risk Assessment for Banking Systems*. Österreichische Nationalbank, Working Paper, No. 79, Wien.
- Freixas, X. – Parigi, B. M. – Rochet, J.-C. 2000: Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank. *Journal of Money, Credit and Banking* 32, 8.
- Furfine, C. 1999: *Interbank Exposure: Quantifying the Risk of Contagion*. Bank for International Settlements, BIS Working Papers, No. 70, Basel.
- Katz D. 2003: *Egy szövetkezeti hitelintézet kilátásai, fejlesztésének lehetőségei*. Letölthető: <http://www.pszfz.bgf.hu/konyvtar/polvax/972katz1.htm> 2004. június 7. 16 óra 23 perc.
- Lublóy Á. 2004: *A magyar bankközi piac rendszerkockázati vonatkozásai*. MNB Műhelytanulmányok. Megjelenés alatt.
- Manna, M. 2004: *Developing Statistical Indicators of the Integration of the Euro Area Banking System*. European Central Bank Working Paper, No. 300, Frankfurt am Main.
- Upper, C. – Worms, A. 2002: *Estimating Bilateral Exposures in the German Interbank Market: Is there a Danger of Contagion?* Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No. 9, Frankfurt am Main.
- Várhegyi É. 2002: *Bankvilág Magyarországon*. Helikon Kiadó. Budapest.
- Wells, S. 2002: UK Interbank Exposures: Systemic Risk Implications. Bank of England, *Financial Stability Review*, London.

Vállalati szolgáltatási nyugdíjprogramok hatása a részvények kockázatára – tőkeáttétel és kereszttulajdonlás

Móricz Dániel*

Az írás az Egyesült Államokban magán alapon működő szolgáltatással meghatározott vállalati nyugdíjprogramoknak a részvények kockázatára gyakorolt hatásával foglalkozik. A szolgáltatási nyugdíjprogramok eszközei között általában magas a részvények aránya, míg a kifizetések nem függenek a befektetési teljesítménytől. A nyugdíjalap eszközeinek teljesítménye ezáltal egyrészt a tőkeáttétel növelésén, másrészt egyfajta kereszttulajdonlási hatáson keresztül befolyásolja a programot működtető vállalat és részvényei értékét, kockázatát.

A tanulmányban egy CAPM-alapú modellben bemutatom, hogy a szolgáltatási nyugdíjprogramok esetében jelentkező tőkeáttételi és kereszttulajdonlási hatás növelheti a részvényt piac volatilitását, módosíthatja a részvények szisztematikus kockázatát és az egyedi, nem diverszifikálható rész arányát a teljes variancián belül.

Kulcsszavak: szolgáltatási nyugdíjprogram, nyugdíjalap, portfólió kiválasztás, eszközárak, tőkeáttétel, kereszttulajdonlás, CAPM

1. Bevezetés

Az Egyesült Államokban számos vállalat működtet *szolgáltatással meghatározott* (röviden: szolgáltatási) *nyugdíjprogramot*. A programot működtető vállalat, a szponzor, a munkavállalókról való jövőbeni gondoskodás céljából befizetéseket teljesít egy elkülönített nyugdíjalapba. Az alap a szponzor befizetéseiből, illetve ezek befektetéséből származó hozamból a vállalat dolgozóinak nyugdíjas éveikben járadékot¹ folyósít. A járadék nagysága leggyakrabban a munkavállaló vállalatnál eltöltött éveinek számától, azaz a szolgálati idő hosszától és az utolsó néhány év átlagos fizetésétől függ. A járadékok az Egyesült Államokban többnyire nincsenek indexálva, a *kifizetések nominálisan rögzítettek*. A járadék tehát alapvetően nem függ a nyugdíjalap eszközeinek befektetési teljesítményétől.²

* Móricz Dániel, Ph.D. hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem, Befektetések Tanszék

Köszönettel tartozom Makara Tamásnak a tanulmány megírásához nyújtott rengeteg segítségéért, valamint, Kőszegi Eszternek, Szüle Borbálának, Michaletzky Mártonnak, Pálosi-Németh Balásznak és Szakáll Gábornak értékes és hasznos észrevételeikért.

¹ A nyugdíjasok választásuk szerint egy összegben (lump sum) is felvehetik járandóságukat.

² Nem jellemző, de előfordul, hogy a nyugdíjalap eszközeinek jó teljesítménye esetén a vállalat önkéntesen megemeli a járadékokat.

Az elmúlt évtizedek szabályozási változásai fokozatosan növelték a szponzor vállalat felelősségét a nyugdíjjáradékok kifizetését illetően, a '80-as évek második felére a nyugdíjígéretek a vállalat *előresorolt kötelezettségeivé* téve. A nyugdíjprogram tehát – bár számvitelileg elkülönül a szponzor cégtől – közgazdaságilag a vállalat szerves részének tekinthető, a nyugdíjkötelezettségek a vállalat (idegen, belső) forrásaként értelmezendők.

A jövőben várható kifizetések jelenértéke testesíti meg a nyugdíjprogram kötelezettségét, míg ezzel szemben elsősorban értékpapír-befektetések állnak az eszközoldalon. Az eszközök és források egymáshoz viszonyított nagysága alapján a program lehet *fedezett* (funded) – ezen belül az eszközök többlete esetén túl- (overfunded), illetve hiánya esetén alulfedezett (underfunded) –, valamint *fedezetlen* (unfunded).³ Az eszközök és források természete (változó vs. fix) alapján egy nyugdíjprogramnak lehetnek *semlegesített* és *semlegesítetlen járadékkötelezettségei*. A hosszú lejáratú kötvények – hasonló pénzáramlásukból, így kamatlábkkockázatukból kifolyólag – jól semlegesítik a nyugdíjprogramot működtető vállalat fix jellegű járadékkötelezettségéből származó kockázatát. Ezzel szemben a nyugdíjalap részvénybefektetései emelik a szponzor részvényeinek kockázatát. A változó hozamú eszközök a fix (jellegű) kifizetésekkel szemben, azaz a semlegesítetlen kötelezettségek növelik a vállalat *tőkeáttételét*.

A szakirodalom alaposan tárgyalja, hogy a program mekkora fedezettsége és az alap eszközeinek milyen összetétele optimális részvényesi szempontból.⁴ A vállalatok többsége a gyakorlatban a vegyes eszközösszetételt választja. A FED (2004) statisztikája alapján megállapítható, hogy a nyugdíjalap eszközein belül a legnagyobb súllyal (körülbelül 50 százalékkal) a *részvények* szerepelnek, ezt követik a vállalati kibocsátású kötvények, jelzáloglevelek és állampapírok, valamint a pénzüpi eszközök.

A FED adatai szerint az Egyesült Államokban a magán alapon működtetett szolgáltatási nyugdíjprogramok eszközértéke 2003 végén közel 1800 milliárd dollár volt, amelynek a felét részvények tették ki. Összehasonlításképpen: 2003-ban az Egyesült Államok vállalati szektorának adósságállománya közel 5000 milliárd dollár volt,⁵ amelyből 2870 milliárd dollárt tettek ki vállalati kötvények. Tehát a vállalatok szolgáltatási nyugdíjprogramok keretében fennálló kötelezettségállománya igen jelentős tétel a finanszírozásban. Tekintve, hogy a vállalat felelős a járadékok kifizetéséért, a nyugdíjalap eszközeinek és forrásainak eltérő természete a valóságban nem elhanyagolható *pótlólagos kockázatot* jelent a szponzor vállalatnak, illetve részvényeseinek. A fedezetlen mellett tehát jelentős kockázat származik a semlegesítetlen járadékígéretekéből is.

Elméleti szinten és empirikus kutatás formájában is számos cikk (Feldstein–Seligman 1981, Bulow 1982, Bulow–Scholes 1982, Bodie 1990, illetve Oldfield 1977, Feldstein–Morck 1983, Daley 1984, Landsman 1986) foglalkozik a nyugdíjprogram eszközei, kötelezettségei és esetleges hiánya nagyságának, valamint a működtető vállalat részvényértékének kapcsolatával. Ezzel szemben viszonylag kevés munka született a részvények kockázatára gyakorolt hatásról, és ezek is elsősorban a hitelszerű forráselemként értelmezhető fedezetlen nyugdíj-kötelezettség és a *részvénybéta* összefüggéseit hangsúlyozzák (Holland–Sutton 1988, Dhaliwal 1984). Ebben a tanulmányban a *semlegesítetlen járadékígéréssel* foglalkozom, megmutatva, hogy

³ Az Egyesült Államokban a nyugdíjprogramok többsége fedezett.

⁴ A témáról átfogó összefoglalást ad például Copeland–Weston (1988, 646–654. o.)

⁵ Pénzügyi vállalatokat és farmokat kivéve, *Forrás*: FED (2004)

az nemcsak a szponzor részvényének, hanem a részvényt piac egészének a kockázatát is növeli.

A következőkben egy *CAPM alapú modell* keretei között először azt mutatom be, hogy a semlegesíthetetlen nyugdíjkötelezettség miatt miképpen változik meg a szolgáltatási nyugdíjprogramot működtető vállalat részvényeinek hozama, szórása és szisztematikus kockázata. Ezt követően szemléltetem, hogy mi történik a piac egészének kockázati tulajdonságaival, ha az összes vállalat működtet szolgáltatási nyugdíjprogramot, amelyek egymás részvényeibe fektetnek. Új elemként jelenik meg tehát a *tőkeáttétel* mellett egyfajta *kereszttulajdonlási hatás*.

2. Csak egy vállalat működtet szolgáltatási nyugdíjprogramot – tőkeáttétel

Az alábbi modell a Sharpe (1964) által leírt *Tőkepiaci Árfolyamok Modelljére* (Capital Asset Pricing Model, CAPM) épül. Ennek megfelelően felteszem, hogy az egyperiódusú modellben a befektetők kockázatelutasítók, akik a periódus végi hasznosságukat (a várható hozam és szórásnégyzet függvényében) maximalizálják. A befektetők továbbá árelfogadóak és az eszközök hozameloszlásával kapcsolatban azonosak a várakozásaik. Az információnak nincs költsége. A modellben a befektetők egy kockázatmentes (kötvény) és több kockázatos eszközbe (részvény) fektethetnek. A kockázatos eszközök piacképesek és kínálatuk állandó. Az összes kockázatos eszköz együttesét piaci portfóliónak nevezzük, amely hozameloszlását az \tilde{r}_m valószínűségi változó írja le. A befektetők a kockázatmentes hozamon (r_f) kölcsönadhatnak és kölcsönvehetnek. A kockázatelutasítás miatt a piaci portfólió várható hozama nagyobb a kockázatmentes hozamnál, $\bar{r}_m > r_f$. (A továbbiakban σ jellel a valószínűségi változót, $\bar{\cdot}$ jellel a várható értéket, σ' jellel pedig a megváltozott mutatókat jelölöm.) Az eszközök korlátlanul oszthatóak. A piac tökéletes, tehát nincsenek az eszközök adásvételével kapcsolatban adók, tranzakciós költségek és szabályozási korlátozások.

Tegyük fel továbbá, hogy kellően sok vállalat létezik, amelyek működésüket kockázatos értékpapírok (részvények) kibocsátásával finanszírozzák. Az egyszerűség kedvéért vizsgáljunk egy olyan vállalatot, amelynek súlya marginális a piaci portfólión belül és amelynek nincs hitele. A kiemelt cég működését kockázatos részvénnel finanszírozza, amelynek hozama a vállalat eszközeinek periódus végi értékétől függő valószínűségi változó: $\tilde{r}_E = (\tilde{A}^1 - A^0)/A^0$, ahol \tilde{A}^1 a vállalat eszközei periódus végi értékének eloszlását leíró valószínűségi változó, A^0 a vállalat eszközeinek periódus eleji értéke, ami megegyezik a vállalat részvényeinek 0. időpontbeli értékével (E^0).

Tételezzük fel, hogy a vizsgált vállalat úgy dönt, hogy a munkavállalóknak a 0. időpontban nem X nagyságú bért fizet, hanem ahelyett javadalmazás gyanánt *szolgáltatási nyugdíjprogramot* hoz létre, és a periódus végén $L^1 = X \cdot (1 + r_f)$ nagyságú *járadék biztos* (kockázatmentes) kifizetését ígéri.⁶ A vállalat a 0. időpontban $F^0 = L^1/(1 + r_f) = X$ összeget befizet a létrehozott nyugdíjalapba – tehát induláskor a program teljesen *fedezett* –, és ezt az összeget a piaci portfóliónak megfelelő összetételű kockázatos eszközökbe fekteti. A nyugdíjalap eszközeinek (F) eloszlását tehát az $\tilde{r}_F = (\tilde{F}^1 - F^0)/F^0 = \tilde{r}_m$ valószínűségi változó írja le.

⁶ Ehhez a vállalat és a nyugdíjalap eszközeinek eloszlására fel kell tenni, hogy azok együttes periódus végi értéke mindig nagyobb, mint L^1 .

A modellben a munkavállalók – akik egyben részvényesek is – fogyasztása konstans, független attól, hogy jövedelmüket bér vagy nyugdíjjáradék-ígéret formájában kapják. Az egyszerűség kedvéért felteszem, hogy jövedelmüket azonnal fogyasztásra fordítják, nem takarítanak meg. Ha bér helyett járadékigéretet kapnak, akkor a követelés jelenértékének megfelelő értékben – ami itt megegyezik F^0 -al – kockázatmentes eszközt adnak el pénzügyi vagyonukból, vagy hitelt vesznek fel, és ebből fedezik azonnali fogyasztási kiadásait. A vállalat a nyugdíjalapba kockázatos eszközöket vásárol, amely növeli azok keresletét. Amint azt azonban később bemutatom, a vállalat részvényeinek, így a piac egészének a kockázata is nőni fog, ezért a befektetők – várható hozam és variancia alapú hasznosságukat maximalizálva – a változást *egyéni portfólióikban kiigazítva*, kockázatos eszközöket fognak eladni, kielégítve a nyugdíjalapba bekerülő eszközök többletkeresletét, így a *részvények árfolyama nem változik*.⁷ Az *egyensúly* tehát a modell feltételei mellett biztosított. A befektetők optimális portfóliójának részvény-kötvény (kockázatmentes eszköz) összetétele megváltozik ugyan, de hozam-variancia tulajdonsága nem.

A vizsgálandó kérdés az, hogy miképpen változik a vállalat várható hozama (\bar{r}'_E), hozamának szórása (σ'^2_E) és szisztematikus kockázatát mérő bétája ($\beta'_E = \text{Cov}(\tilde{r}'_E, \tilde{r}_m) / \sigma^2_m$), ha az a *bérfizetés helyett* a nyugdíjprogramon keresztül javadalmazás mellett dönt.

Jelölje $w = F^0/E^0$ a nyugdíjalap eszközeinek súlyát a vállalat részvényeire vetítve a 0. időpontban ($w > 0$). A nyugdíjprogram eszközeinek és kötelezettségeinek periódus végi értékét is figyelembe véve a vállalat (részvényeinek) értéke a periódus végén az alábbi:

$$\tilde{E}'^1 = \tilde{A}^1 + \tilde{F}^1 - L^1 = \tilde{E}^1 + wE^0(\tilde{r}_F - r_f). \quad (1)$$

Ekkor a vállalat részvényeinek várható hozama

$$\bar{r}'_E = (\bar{E}^1 - E^0) / E^0 = \bar{r}_E + w(\bar{r}_F - r_f) \quad (2)$$

lesz, ami nem más, mint a(z eredeti bérfizetés melletti) várható hozam plusz a piaci kockázati prémium szorozva a nyugdíjalap eszközeinek a vállalat eszközeihez viszonyított arányával. A nyugdíjprogramot létrehozó vállalat részvényeinek *várható hozama* tehát nő.

A vizsgált vállalat hozamának szórásnégyzete az alábbi lesz:

$$(\sigma'_E)^2 = \text{Var}(\tilde{r}'_E) = \text{Var}[\tilde{r}_E + w(\tilde{r}_m - r_f)] = \sigma^2_E + 2w\text{Cov}[\tilde{r}_E, (\tilde{r}_m - r_f)] + w^2\text{Var}(\tilde{r}_m - r_f). \quad (3)$$

Felhasználva a kovariancia tulajdonágait és ismervén, hogy a CAPM alapján $\text{Cov}(\tilde{r}_E, \tilde{r}_m) = \beta_E \sigma^2_m$ és $\text{Var}(\tilde{r}_E) = (\beta_E \sigma_m)^2 + \sigma^2_e$, – ahol σ^2_e a vállalat részvényeinek egyedi, diverzifikálható, piacitól független kockázatát jelöli – valamint hogy $\text{Var}(\tilde{r}_m - r_f) = \sigma^2_m$, kapjuk, hogy

$$(\sigma'_E)^2 = \beta_E^2 \sigma_m^2 + \sigma_e^2 + 2w\beta_E \sigma_m^2 + w^2 \sigma_m^2 = (\beta_E + w)^2 \sigma_m^2 + \sigma_e^2, \quad (4)$$

$$(\sigma'_E)^2 = \sigma_e^2 + w(2\beta_E + w) \sigma_m^2. \quad (5)$$

A fenti egyenletek alapján két fontos megállapítás tehető. Egyrészt (4)-ből látható, hogy a nyugdíjprogram következtében az egyedi, *diverzifikálható szórásnégyzet aránya csökken* a teljes variancián belül, másrészt (5)-ből kiderül, hogy a nyugdíjprogram létrehozásával a

⁷ Ehhez fontos feltétel a teljes informáltság.

vállalat hozamának szórása mindenképpen nő, ha β_E pozitív. A növekmény annál nagyobb, minél magasabb a nyugdíjalap eszközeinek a vállalat eszközeihez viszonyított aránya, illetve minél nagyobb a vállalat eredeti tevékenységének szisztematikus kockázata.

A szolgáltatási nyugdíjprogram miatt a részvény szisztematikus kockázata is megváltozik:

$$\beta'_E = \text{Cov}(\tilde{r}'_E, \tilde{r}_m) / \sigma_m^2 = \text{Cov}[\tilde{r}_E + w(\tilde{r}_m - r_f), \tilde{r}_m] / \sigma_m^2. \quad (6)$$

A kovariancia tulajdonságai alapján (6)-ból kapjuk, hogy

$$\beta'_E = [\text{Cov}(\tilde{r}_E, \tilde{r}_m) + w\text{Cov}(\tilde{r}_m - r_f, \tilde{r}_m)] / \sigma_m^2. \quad (7)$$

Felhasználva a CAPM alapján, hogy $\text{Cov}(\tilde{r}_E, \tilde{r}_m) = \beta_E \sigma_m^2$, adódik, hogy

$$\beta'_E = (\beta_E \sigma_m^2 + w \sigma_m^2) / \sigma_m^2 = \beta_E + w. \quad (8)$$

A szolgáltatási nyugdíjprogram miatt a vállalat részvényeinek *bétája megnő*, a növekmény megegyezik a nyugdíjalap vállalati eszközökhöz viszonyított súlyával.

3. Az összes vállalat működtet szolgáltatási nyugdíjprogramot – tőkeáttétel és keresztutaljonlás

Az előző alponthan eltekintettem attól a tényezőtől, hogy a vizsgált vállalat várható hozamának és kockázatának növekedése miatt a piaci portfóliónak is módosulnak ezen tulajdonságai (marginális súlyú vállalatot feltételeztem). Most ezt a hatást is figyelembe veszem, aminek szemléltetéséhez az egyszerűség kedvéért az előzőekhez képest felteszem, hogy mindössze két – a periódus elején azonos piaci értékű, kizárólag saját tőkéből finanszírozott – vállalat részvényeiből áll a piaci portfólió: $A_1^0 = A_2^0 = E_1^0 = E_2^0$ (ahol a felső index az időpontot, az alsó pedig a vállalatot jelöli). Felteszem továbbá, hogy a két vállalat tevékenysége, így a részvények szisztematikus kockázata is várható hozama különböző ($\beta_1 > \beta_2$ és $r_1 > r_2$),⁸ valamint a vállalatok részvényhozamai közötti korreláció nem tökéletes, azaz a korrelációs együttható ($\rho_{1,2}$) abszolút értéke kisebb, mint egy, $-1 < \rho_{1,2} < 1$. A CAPM alapján tehát $\beta_1 > \beta_m = 1 > \beta_2$ és $r_1 > r_m > r_2$, valamint a két vállalat 0. időpontbeli azonos értéke miatt $(\tilde{r}_1 + \tilde{r}_2)/2 = \tilde{r}_m$.

Tegyük fel, hogy a két vállalat – ez előző alponthan bemutatott helyzethez hasonlóan – úgy dönt, hogy a periódus eleji bérfizetés helyett L_1 , illetve L_2 összegű nyugdíjjáradék kockázatmentes kifizetését ígéri a periódus végén. Ehhez *mindketten* nyugdíjprogramot hoznak létre és a nyugdíjalapokba F_1 , illetve F_2 nagyságban fizetnek be pénzt, amelyből *egymás részvényeit* veszik meg: $F_1 = w_1 E_2$ és $F_2 = w_2 E_1$, ahol w_1 és w_2 az egyes vállalatokon belül a nyugdíjalap eszközökhöz viszonyított 0. időpontbeli súlyát jelöli ($w_1 = F_1^0 / E_1^0$ és $w_2 = F_2^0 / E_2^0$). További feltétel, hogy a vállalatok a nyugdíjprogramjaikon keresztül nem vehetik meg a másik cég részvényeinek száz százalékát, azaz $0 < w_1, w_2 < 1$.

⁸ A továbbiakban a mutatók mind a vállalatok részvényeinek tulajdonságaira vonatkoznak, az E jelölést nem, csak a vállalatok sorszámaát tüntetem föl a mutatók alsó indexében.

Ebben a helyzetben a *tőkeáttétel és a kereszttulajdonlás* miatt megváltozik az egyes cégek várható hozama (\bar{r}_1 és \bar{r}_2). A nyugdíjprogram létrehozása nélküli eszközhozamhoz hozzáadódik egy hitelből finanszírozott részvényportfólió teljesítménye is, hasonlóan az előző alpontban bemutatott helyzethez. Különbség azonban, hogy a nyugdíjalap részvénybefektetéseinek hozama nem csak a másik vállalat részvényhozamának, hanem azon keresztül a saját szponzora részvényhozamának is függvénye lesz. A másik vállalat részvényhozama ugyanis függ a saját és az első eszközhozamától, valamint az első nyugdíjalapjának teljesítményétől, ami viszont függvénye a második részvényhozamának. A kereszttulajdonlás tehát olyan helyzetet hoz létre, hogy bármelyik vállalat eszközeinek jó vagy rossz teljesítménye a nyugdíjalap befektetésein keresztül *multiplikálódik*. Ezt az iteratív folyamatot az alábbi egyenletekkel lehet leírni:

$$\tilde{r}'_1 = \tilde{r}_{A1} + w_1(\tilde{r}'_2 - r_f), \quad (9)$$

$$\tilde{r}'_2 = \tilde{r}_{A2} + w_2(\tilde{r}'_1 - r_f). \quad (10)$$

Behelyettesítve (10)-et (9)-be, felhasználva, hogy $\tilde{r}_1 = \tilde{r}_{A1}$ és $\tilde{r}_2 = \tilde{r}_{A2}$, valamint egyszerűsítve, a nyugdíjprogram nélküli eredeti részvényhozamok függvényeként ki lehet fejezni a két részvény módosult hozamát és ennek megfelelően az új várható részvényhozamokat:⁹

$$\bar{r}'_1 = \frac{\bar{r}_1 + w_1\bar{r}_2 - w_1(1 + w_2)r_f}{1 - w_1w_2} = \bar{r}_1 + \frac{w_1w_2(\bar{r}_1 - r_f) + w_1(\bar{r}_2 - r_f)}{1 - w_1w_2}, \quad (11)$$

$$\bar{r}'_2 = \frac{\bar{r}_2 + w_2\bar{r}_1 - w_2(1 + w_1)r_f}{1 - w_1w_2} = \bar{r}_2 + \frac{w_1w_2(\bar{r}_2 - r_f) + w_2(\bar{r}_1 - r_f)}{1 - w_1w_2}, \quad (12)$$

A fenti képletekből látszik, hogy a nyugdíjprogramok következtében a *tőkeáttétel* miatt *mező a részvények várható hozama*, ha $\bar{r}_1, \bar{r}_2 > r_f$ (azaz a két vállalat eszközeinek bétája pozitív). Érdekes, hogy a várható hozam nemcsak a másik vállalat eszközhozamának kockázati prémiumával nő, hanem számít a saját eszközök kockázatmentes fölötti hozama is, és ráadásul mindkét tényezőt egyfajta *multiplikátor tényezővel*, $1/(1 - w_1w_2)$ -vel kell beszorozni, ami nemcsak az adott vállalat, hanem a másik cég nyugdíjalapjának eszközökhöz viszonyított súlyától is függ. A *tőkeáttétel és a kereszttulajdonlás* tehát együttesen nagyobb mértékben fejti ki hatását.

Tegyük fel, hogy az egyes nyugdíjalapok relatív súlya mindkét cégen belül ugyanakkora ($w_1 = w_2 = w$). Ekkor a megváltozott kockázatos eszközöket tartalmazó piaci portfólióban is meg fog egyezni a két vállalat részvényeinek súlya, hasonlóan a nyugdíjprogram nélküli kiinduló helyzethez. Így megkapható, hogy miképpen *módosul a piac várható hozama* a nyugdíjprogramok következtében.¹⁰

$$\bar{r}'_m = \bar{r}_m + \frac{w}{1 - w}(\bar{r}_m - r_f) \quad (13)$$

⁹ A levezetés a Függelékben megtalálható.

¹⁰ A levezetés a Függelékben megtalálható.

A várható hozam növekménye egyenesen arányos a kockázati prémiummal és egy multiplikátor taggal, $w/(1-w)$ -vel, ami a nyugdíjalapok vállalati eszközökhöz viszonyított (átlagos) súlyától függ.

Fontos megjegyezni, hogy az, hogy a vállalatok nyugdíjprogramjai egymás részvényeit tartják, és ebből kifolyólag a fent bemutatottaknak megfelelően megnő az egyes részvények és a piac egészének a várható hozama, nem változtatja meg a részvények árfolyamát, az *egyensúlyi behelyezettel* kapcsolatban korábban bemutatott érvelés itt is megállja a helyét. A nyugdíjalapok részvények iránt támasztott többletkereslete ugyanis találkozik a – részvények növekvő kockázata miatt egyéni portfóliójukat átrendező – befektetők részvényeladási szándékával. Ha az információnak nincs költsége, akkor a nyugdíjprogramok létrehozása nem változtatja meg a befektetők vállalati reáleszközök várható hozamára és kockázatára vonatkozó várakozásait. Emiatt ahhoz, hogy a kezdeti – számukra maximális hasznosságot nyújtó – állapothoz képest továbbra is az optimumban maradjanak, az eszközök magasabb kockázata miatt részvényeket kell, hogy eladjanak, és növelniük kell a kockázatmentes eszköz súlyát egyéni portfólióikban. A részvényt piac magasabb kockázatát (tőkeáttételét) egyéni kockázatmentes hitelnyújtással (vagy a hiteltartozás csökkentésével) semlegesítik. Ebből kifolyólag a kockázatos eszközök várható hozamának növekedése nem jár együtt az eredeti egyensúlyi részvényárfolyamok megváltozásával, csak a befektetők számára optimális *részvény-kötvény arány módosul* az egyéni portfóliókban, azok *hozam-variancia tulajdonsága* azonban *nem változik*.

A nyugdíjprogramok hatása a vállalatok részvényhozamainak szórásnégyzetére is kifejezhető (továbbra is feltételezve, hogy $w_1 = w_2 = w$).¹¹

$$\sigma_1'^2 = \sigma_1^2 + \left[\frac{w^2}{1-w^2} \left(\sigma_1^2 + \sigma_2^2 + \frac{2}{w} \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2 \right) \right] \quad (14)$$

$$\sigma_2'^2 = \sigma_2^2 + \left[\frac{w^2}{1-w^2} \left(\sigma_1^2 + \sigma_2^2 + \frac{2}{w} \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2 \right) \right] \quad (15)$$

A fenti képletekből látszik, hogy a nyugdíjprogramok következtében a *részvények varianciája megnő*, ha a két részvény közötti korrelációs együttható pozitív. (Ez a gyakorlatban a részvények többségénél fennáll.)

A *piaci portfólió kockázata is emelkedik*, az új szórás az alábbi lesz:¹²

$$\sigma_m' = \frac{1}{1-w} \sigma_m. \quad (16)$$

Miután az egyedi részvények és a piac kockázata is megváltozik, érdemes megnézni, hogy mi történik ebben az esetben a szisztematikus kockázatot tükröző részvénybétákkal. A béta képletébe ($\beta_i = \text{Cov}(r_i, r_m) / \sigma_m^2$) r_i és r_m helyére beírva az \tilde{r}_i -re és \tilde{r}_m -re kapott összefüggéseket, felhasználva a kovariancia tulajdonságait, valamint azt, hogy vállalatok azonos mérete miatt $(\beta_1 + \beta_2) / 2 = \beta_m = 1$, megkapjuk az első vállalat módosított részvénybétáját, amihez hasonlóan a másodikat is meg lehet határozni.¹³

¹¹ A levezetés a Függelékben megtalálható.

¹² A levezetés a Függelékben megtalálható.

¹³ A levezetés a Függelékben megtalálható.

$$\beta'_1 = \beta_1 + \frac{2w}{1+w}(1 - \beta_1) = \beta_1 + \frac{w}{1+w}(\beta_2 - \beta_1) \quad (17)$$

$$\beta'_2 = \beta_2 + \frac{2w}{1+w}(1 - \beta_2) = \beta_2 + \frac{w}{1+w}(\beta_1 - \beta_2) \quad (18)$$

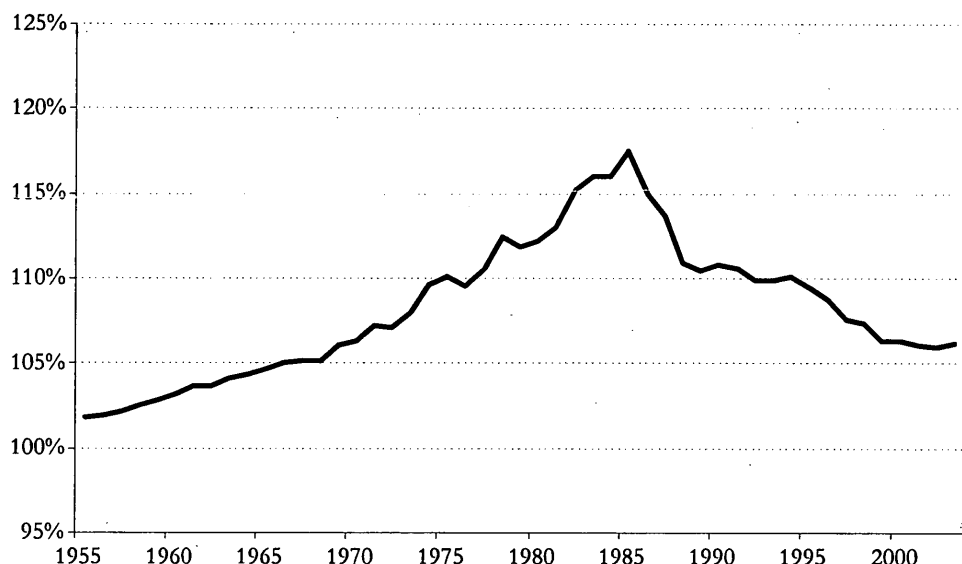
A fenti két képlet legfontosabb újdonsága, hogy megmutatják, a szisztematikus kockázatot kifejező *részvénybéták* a nyugdíjprogramok létrehozása következtében *közelednek egymáshoz*, pontosabban a piaci bétához, egyhez. Ez a kereszttulajdonlásnak köszönhető. Az egymáshoz való konvergencia annál erősebb, minél nagyobb a nyugdíjalap (és részvénybefektetései) súlya a vállalatok hagyományos eszközeihez képest.

4. Összegzés

Az előzőekben ismertetett elméleti modell új nézőpontból vizsgálja a szolgáltatási nyugdíjprogramok *részvénytőke* gyakorolt hatását. Egy feltételekkel leegyszerűsített modellben két szélsőséges esetet mutattam be: vagy csak egyetlen vállalat, vagy pedig az összes cég működtet szolgáltatási nyugdíjprogramot. Az előbbi esetre vonatkozó megállapítás, hogy a nyugdíjalap eszközeinek részvényekbe történő fektetése a tőkeáttétel növekedése miatt emeli a szponzor vállalat részvényeinek várható hozamát, szórását és szisztematikus kockázatát. A modell második esetének következtetése: ha az összes vállalat (vagy a kibocsátók többsége) működtet szolgáltatási nyugdíjprogramot, akkor nemcsak az egyedi részvények, hanem a piaci portfólió egészének a várható hozama és szórása is nő, viszont a kereszttulajdonlás és a tőkeáttétel együttes hatásaként az egyedi részvények szisztematikus kockázata közötti különbség csökkenni fog, a béták egyhez tartanak.

A modell első változata nem foglalkozik a kereszttulajdonlással, míg a második esetben azt tettem fel, hogy minden vállalat befektet az összes többi részvényébe. A kereszttulajdonlás mértéke a *valóságban* a fent bemutatott két szélsőséges eset között van. Sok vállalatnak van szolgáltatási nyugdíjprogramja, azok részvényaránya 50 százalék körül ingadozik (igaz, a kötvények aránya csak 30–35 százalék). A magán alapon működtetett szolgáltatási nyugdíjprogramokban felhalmozott vagyon nominális értéke az ezredfordulóig folyamatosan nőtt ugyan, de – a hozzájárulással meghatározott programok térhódításával – a vagyon aránya a teljes részvénytőke kapitalizációhoz képest a '80-as évek közepétől lassan csökkent, 1985-ben még 35, 2003-ban már csak 11,6 százalék volt. A FED (2004) statisztikája alapján a szolgáltatási nyugdíjprogramok vagyonának és eszközmegoszlásának, valamint az Egyesült Államok teljes részvényállományának segítségével, a fenti modell w tényezőjének, illetve $1/(1-w)$ szorzójának közelítését lehet becsülni (1. ábra).

1. ábra. Az $1/(1-w)$ szorzó becslült értékének alakulása az Egyesült Államokban (1955–2003)



Megjegyzés: A számításokhoz használt adatok forrása: FED (2004). A w tényezőre adott becslés a magán alapon működtetett szolgáltatási nyugdíjprogramok eszközei között közvetlenül, valamint befektetési alapokon keresztül tartott részvények értéke, illetve a teljes részvénytőke kapitalizáció hányadosa.

A becslés a piac egészére egy *átlagos* értéket ad, azonban óvatosan kell kezelni, hiszen az egyes szektorokon belül a nyugdíjprogramok súlya igen eltérő (például az acéliparban, a repülőgépgyártásban és az autóiparban az arány meglehetősen nagy), valamint különböző módszertani problémák¹⁴ merülnek fel. A fenti ábra csak közelítő becslést ad az $1/(1-w)$ szorzó abszolút értékére, ugyanakkor annak időbeli alakulása mindenesetre jól mutatja a szolgáltatási nyugdíjprogramok időben változó – elsősorban a '80-as években jelentősebb – szerepét.

A modell elméleti eredményeit – a számos szigorú feltevés miatt – a gyakorlatban visszafogottan kell kezelni. Mindazonáltal az elméleti következtetések alapján megfogalmazható néhány óvatos megállapítás. Az írás rávilágít arra, hogy a szolgáltatási nyugdíjprogramok léte nemcsak a fedezetlen, hanem a semlegesítetlen járadékígéreteken keresztül is kihathat a szponzor vállalat, illetve akár az egész részvénytőke kockázatára.¹⁵ Azoknak a

¹⁴ Így például azzal az egyszerűsítéssel éltem, hogy a piaci portfólió a FED statisztikájában kimutatott részvényeket foglalja magába, és nem foglalkoztam a nyugdíjalapok eszközei között található külföldi részvényekkel. Valójában a FED által nyilvántartott teljes részvényállomány magába foglal nem piacképes papírokat is, de nem tartalmaz egyéb kockázatos eszközöket (ingatlanokat, opciós értékpapírokat stb.), emellett a nyugdíjalapok – kisebb arányban – külföldi részvényeket is tartanak. Ezen kívül a számításoknál feltételeztem, hogy a nyugdíjalapok eszközei között található kötvények (és csekély súlyú pénzügyi, valamint egyéb eszközök) semlegesítjük a nyugdíjkötelezettségek azonos értékű részét.

¹⁵ A szolgáltatási nyugdíjprogramok a tőkeáttétel növelésén keresztül hozzájárulhattak a részvénytőke volatilitásának '80-as években megfigyelt növekedéséhez.

vállalatoknak, amelyeknek jelentős szolgáltatási nyugdíjprogramjuk van, várhatóan magasabb a részvénybétájuk, mint a nyugdíjprogram nélküli cégeknek. A saját tőkéjükhöz képest jelentős szolgáltatási nyugdíjprogramot működtető vállalatok részvényeinek varianciáján belül valószínűleg kisebb az egyedi kockázat és magasabb a piaci változásokkal magyarázható szisztematikus kockázat súlya. A fenti hipotézisek helyességének empirikus adatokon történő tesztelése további kutatási irány lehet. A szolgáltatási nyugdíjprogramok hozamra és kockázatra gyakorolt hatását mindenestre célszerű szem előtt tartani a *portfóliókiválasztás* során.

Függelék

(11) és (12) levezetése:

Behelyettesítés után kapjuk, hogy $\tilde{r}'_1 = \tilde{r}_1 + w_1[\tilde{r}_2 + w_2(\tilde{r}'_1 - r_f) - r_f]$, amiből ki lehet fejezni \tilde{r}'_1 -t:

$$\tilde{r}'_1 - w_1 w_2 \tilde{r}'_1 = \tilde{r}_1 + w_1(\tilde{r}_2 - w_2 r_f - r_f).$$

Az egyenlet mindkét oldalát elosztva $(1 - w_1 w_2)$ -vel, a várható hozamokra adódik (11) és ennek analógiájára (12) összefüggés.

(13) levezetése:

Mivel csak két, egyenlő súlyú kockázatos eszköz létezik, ezért a piaci portfólió várható hozama a nyugdíjprogramok létrehozása és a keresztbevásárlás után, felhasználva a módosult várható hozamokra kapott összefüggéseket az alábbi lesz:

$$\overline{r'_m} = \frac{1}{2}(\overline{r'_1} + \overline{r'_2}) = \frac{1}{2}\left[\overline{r}_1 + \frac{w^2(\overline{r}_1 - r_f) + (\overline{r}_2 - r_f)}{1 - w^2} + \overline{r}_2 + \frac{w^2(\overline{r}_2 - r_f) + (\overline{r}_1 - r_f)}{1 - w^2}\right].$$

Átrendezve a fenti egyenlet jobb oldalát, ki lehet fejezni az eredeti piaci várható hozamot:

$$\overline{r'_m} = \frac{1}{2}(\overline{r'_1} + \overline{r'_2}) + \frac{1}{2}\left[\frac{w^2(\overline{r}_1 - r_f) + w(\overline{r}_2 - r_f) + w^2(\overline{r}_2 - r_f) + w(\overline{r}_1 - r_f)}{1 - w^2}\right].$$

Miután $1/2(\overline{r}_1 + \overline{r}_2) = \overline{r}_m$, a képlet tovább egyszerűsíthető.

$$\begin{aligned}\overline{r'_m} &= \overline{r}_m + \frac{1}{2}\left[\frac{w^2(\overline{r}_1 + \overline{r}_2) + w(\overline{r}_1 + \overline{r}_2) - 2w \cdot r_f - 2w^2 r_f}{1 - w^2}\right] = \\ &= \overline{r}_m + \frac{w^2 \overline{r}_m + w \cdot \overline{r}_m - w \cdot r_f - w^2 r_f}{1 - w^2} = \overline{r}_m + \frac{(w^2 + w) \cdot (\overline{r}_m - r_f)}{1 - w^2}\end{aligned}$$

A fenti egyenletben szereplő tört nevezőjét és számlálóját is $(1 + w)$ -vel elosztva megkapható (13).

(14) és (15) levezetése:

A módosult variancia képletéhez először (11)-et kell a $w_1 = w_2 = w$ esetre egyszerűsíteni:

$$\overline{r'_1} = \overline{r}_1 + \frac{w^2(\overline{r}_1 - r_f) + w(\overline{r}_2 - r_f)}{1 - w^2} = \frac{\overline{r}_1(1 - w^2) + w^2 \overline{r}_1 - w^2 r_f + w \cdot \overline{r}_2 - w \cdot r_f}{1 - w^2} = \frac{\overline{r}_1 + w \cdot \overline{r}_2 - w(w + 1)r_f}{1 - w^2},$$

$$\bar{r}_1' = \frac{\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2}{1 - w^2} - \frac{w}{1 - w} r_f.$$

A $Var(x+y) = Var(x) + 2Cov(x, y) + Var(y)$ összefüggést és a kovariancia tulajdonságait felhasználva

$$\begin{aligned} Var(\bar{r}_1') &= Var\left(\frac{\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2}{1 - w^2} - \frac{w}{1 - w} r_f\right) = \frac{1}{1 - w^2} Var(\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2) = \\ &= \frac{1}{1 - w^2} \left[Var(\bar{r}_1) + 2w \cdot Cov(\bar{r}_1, \bar{r}_2) + w^2 \cdot Var(\bar{r}_2) \right]. \end{aligned}$$

A $Var(\bar{r})$ helyett a σ^2 jelölést, valamint a $Cov(\bar{r}_1, \bar{r}_2) = \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2$ összefüggést alkalmazva, és felhasználva,

hogy $\frac{1}{1 - w^2} Var(\bar{r}_1) = Var(\tilde{r}_1) + \frac{w^2}{1 - w^2} Var(\bar{r}_1)$, adódik (14) és (15) képlet.

(16) levezetése:

A (13)-as képlet átalakításával:

$$\bar{r}_m' = \bar{r}_m + \frac{w}{1 - w} (\bar{r}_m - r_f) = \frac{1 - w}{1 - w} \bar{r}_m + \frac{w}{1 - w} (\bar{r}_m - r_f) = \frac{1}{1 - w} \bar{r}_m - \frac{w}{1 - w} r_f.$$

Ez alapján a módosult várható hozamú piaci portfólió varianciája

$$Var(\bar{r}_1') = Var\left(\frac{1}{1 - w} \bar{r}_m - \frac{w}{1 - w} r_f\right) = Var\left(\frac{1}{1 - w} \bar{r}_m\right).$$

Felhasználva, hogy $Var(a \cdot x) = a^2 \cdot Var(x)$, ha a konstans, megkapható (16).

(17) és (18) levezetése:

A megváltozott béta értéke a CAPM alapján az alábbi: $\beta_1' = Cov(\bar{r}_1', \bar{r}_m') / \sigma_m'^2$. A kovarianciában található \bar{r}_1' és \bar{r}_m' helyére be lehet írni a (14)–(16) egyenletek levezetése során kapott összefüggéseket, míg σ_m' helyére (16)-ot. Ekkor

$$\beta_1' = Cov\left(\frac{\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2}{1 - w^2} - \frac{w}{1 - w} r_f, \frac{1}{1 - w} \bar{r}_m - \frac{w}{1 - w} r_f\right) / \frac{1}{(1 - w)^2} \sigma_m^2.$$

Felhasználva a kovariancia tulajdonságait, kapjuk, hogy

$$\beta_1' = \frac{1}{(1 - w)(1 + w)(1 - w)} Cov(\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2, \bar{r}_m) \frac{(1 - w)^2}{\sigma_m^2} = \frac{1}{(1 + w)} \frac{Cov(\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2, \bar{r}_m)}{\sigma_m^2}.$$

A fenti egyenlőségben szereplő kovarianciás tag tovább bontható:

$$Cov(\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2, \bar{r}_m) = Cov(\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2 - \bar{r}_2 + \bar{r}_2, \bar{r}_m) = Cov(\bar{r}_1 + \bar{r}_2, \bar{r}_m) + Cov(w \cdot \bar{r}_2 - \bar{r}_2, \bar{r}_m).$$

A jobb oldalon szereplő két összetevő másképp is felírható:

$$Cov(\bar{r}_1 + \bar{r}_2, \bar{r}_m) = 2 \cdot Cov\left[1/2 \cdot (\bar{r}_1 + \bar{r}_2), \bar{r}_m\right] = 2 \cdot Cov(\bar{r}_m, \bar{r}_m) = 2 \cdot \sigma_m^2,$$

$$Cov(w \cdot \bar{r}_2 - \bar{r}_2, \bar{r}_m) = (w - 1) \cdot Cov(\bar{r}_2, \bar{r}_m) = (w - 1) \cdot \beta_2 \cdot \sigma_m^2.$$

Az eredményeket visszairva a megváltozott béta képletébe, azt kapjuk, hogy:

$$\beta_1' = \frac{1}{(1 + w)} \frac{Cov(\bar{r}_1 + w \cdot \bar{r}_2, \bar{r}_m)}{\sigma_m^2} = \frac{1}{(1 + w)} \frac{2 \cdot \sigma_m^2 + (w - 1) \cdot \beta_2 \cdot \sigma_m^2}{\sigma_m^2} = \frac{2 + (w - 1) \cdot \beta_2}{(1 + w)}.$$

Miután a piaci portfólió mindössze két kockázatos eszközből áll, ezért az egyik részvény bétája kifejezhető a másik szisztematikus kockázatának függvényeként: $\beta_2 = 2 - \beta_1$. Ezt az összefüggést felhasználhatjuk, így

$$\beta_1' = \frac{2 + (w-1) \cdot \beta_2}{(1+w)} = \frac{2 + (w-1) \cdot (2 - \beta_1)}{(1+w)} = \frac{2 + 2w - 2 - w\beta_1 + \beta_1}{(1+w)} =$$

$$\frac{\beta_1 + w\beta_1 - 2w\beta_1 + 2w}{(1+w)} = \frac{\beta_1(1+w) + 2w(1-\beta_1)}{(1+w)}.$$

Egyszerűsítéssel megkapjuk (17), valamint – ennek mintájára – (18) képleteket.

Felhasznált irodalom

- Bodie, Z. 1990: The ABO, the PBO, and Pension Investment Policy. *Financial Analysts Journal*, 46, 5, 27–34. o.
- Bulow, J. I. 1982: What are Corporate Pension Liabilities? *The Quarterly Journal of Economics*, 97, 3, 435–452. o.
- Bulow, J. I. – Scholes, M. S. 1982: *Who Owns the Assets in a Defined Benefit Pension Plan?* National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, W0924.
- Copeland, T. E. – Weston, J. F. 1988: *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing. Reading, MA.
- FED 2004: *Flow of Funds Accounts of the United States, 1975–1984, 1985–1994, 1995–2003*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC. Letölthető: <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/data.htm>, 2004. július 21-én.
- Daley, L. A. 1984: The Valuation of Reported Pension Measures for Firms Sponsoring Defined Benefit Plans. *The Accounting Review*, 59, 2, 177–198. o.
- Dhaliwal, D. S. 1986: Measurement of Financial Leverage in the Presence of Unfunded Pension Obligations. *The Accounting Review*, 61, 4, 651–661. o.
- Feldstein, M. – Morck, R. 1983: Pension Funds and the Value of Equities. *Financial Analysts Journal*, 39, 5, 29–39. o.
- Feldstein, M. – Seligman, F. 1981: Pension Funding, Share Prices, and National Savings. *Journal of Finance*, 36, 4, 801–824. o.
- Holland, R. G. – Sutton, N. A. 1988: The Liability Nature of Unfunded Pension Obligation Since ERISA. *Journal of Risk and Insurance*, 55, 1, 32–58. o.
- Landsman, W. 1986: An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights. *The Accounting Review*, 61, 4, 662–691. o.
- Oldfield, G. 1977: Financial Aspects of the Private Pension System. *Journal of Money, Credit and Banking*, 9, 1, 48–55. o.
- Sharpe, W. F. 1964: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19, 3, 424–442. o.

Tőkepiacok és globalizáció a múlt tükrében

Pálosi-Németh Balázs*

*Talán nem köztudott, bár széles körben ismert tény, hogy a pénzügyek napjainkban egyre fokozott ütemben globalizálódó fejlődése nem egyedi jelenség a történelemben. Az első világháborút megelőző fél évszázad világgazdasági expanziója sok tekintetben felülmuta a jelenlegit. Írásomban arra keresem a választ, hogy a pénzügyi globalizáció tekintetében milyen tanulságokkal szolgál a múlt vizsgálata, hol állunk ma, és mi-
ben különbözik a jelenlegi és a száz évvel ezelőtti tőkepiaci globalizáció.*

Kulcsszavak: tőkepiacok, globalizáció, diverzifikáció, korreláció

1. Bevezetés

A közgazdaságtan tudománya számos nagy ívű munkát tart számon, melyek kiemelnek bizonyos tényezőket, „hajtóerőket”, ezek változásával tulajdonképpen lefedhető az, illetve jelentős részét teszik ki annak, amit „történelemnek” nevezünk. A Nobel-díjas North például a gazdaságtörténetet egészen a neolitikumtól napjainkig, mint a technológiai változásokra válaszul megszülető intézményi változások történetét mutatja be (North 1991). A magyar szakirodalomban is találunk hasonló példát: Török Ádám a gazdaságtörténet evolúcióját a belépési korlátok átalakulására vezeti vissza (Török 2003). Ebben a munkámban arra teszek kísérletet, hogy – a vonatkozó szakirodalom tükrében – bemutassam, miért mondhatjuk, hogy az ipari forradalomtól napjainkig, a történelmi fejlődés egyértelműen pénzügyek által determinált volt.

2. A tőkepiacok fejlődése 1914 előtt

A XIX. századot megelőzően a nemzetközi pénzügyi tranzakciók meglehetősen szűk régiókat fogtak át. Korábban a pénz szerepének hosszabb-rövidebb ideig tartó megnövekedése mindig valamilyen gazdasági–politikai expanzióhoz kötődött¹. Az itáliai bankok a

* Pálosi-Németh Balázs, Ph.D hallgató, Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Kar (Debrecen) Köszönet illeti Györffy Dórát és Möricz Dánielt a dolgozathoz fűzött értékes megjegyzéseikért. A dolgozatban megfogalmazottak a szerző véleményét tükrözik. Az esetlegesen előforduló bármely tévedésért vagy hibáért kizárólag a szerző tartozik felelősséggel.

¹ A XIX. századot megelőzően a történelemben létrejött expanziós időszakokban, így már az ókorban is (pl. a császárság idején a Római Birodalomban) a fennmaradás és a további növekedés akadályát a földrajzi korlátokkal összefüggésben a koordinációs problémák jelentették. Azért is csak a XIX. századtól beszélhetünk globalizációról, mert – bár a XVII. századtól egyre növekvő mértékben, de – ekkor válhatott bizonyos területeken fokozatosan és ideiglenesen dominánssá a piaci koordináció, mely a globális, komplex folyamatok koordinálását is hatékonyra teszi (Hayek 1978).

reneszánsz idején már a levantei kereskedelem útvonalára, sőt a teljes mediterrán térségre kiterjesztették tranzakcióikat. A pénzügyi innovációk megjelenése a Németalföldön és a Hanza útvonalakon szintén jelentős lépés volt a pénzügyi piacok fejlődésében. Neil (2000) mutat rá, hogy már a vestfáliai békét (1648) követő, az ipari forradalom kiteljesedését megelőző időszak politikai stabilitása Európában megteremtette az alapot a gazdasági és pénzügyi kapcsolatok jelentős kiterjedéséhez, mely katalizátorként hatott a gazdasági folyamatok átalakulására. Neil szemléletesen és alaposan mutatja be azt is, ahogyan a pénzügyi központok a történelemben a piac terjedelmének és az intézményrendszer fejlettségének, valamint az állami be nem avatkozásnak függvényében helyszínt váltott: a XVII–XVIII. századtól Amsterdam, majd London vált a pénzpiacok központjává. Davis és Gallman (2000) munkájából pedig megtudható, hogy a tengerentúli pénzügyi centrumok kialakulásában Philadelphia, Boston és Baltimore között hogyan emelkedett ki New York.

North (1992) szerint „gazdasági forradalomról” akkor beszélhetünk, ha a gazdasági rendszerben három – egymással összefüggő – változás mindegyike végbemegy: (1) elemi változás a társadalom termelékenységében, mely abból adódik, hogy (2) az alapvető tudás mennyisége és feldolgozó képessége megváltozik, és mely együtt jár az (3) intézmények átalakulásával, melyek képesek koordinálni a termelési potenciál megváltozását².

Ahogy azt O'Rourke és Williamson bemutatja³, 1870 és 1914 között egy globális gazdaság formálódott, melynek magja az Atlanti-óceán térségének gazdaságai voltak, a fejlődés Nyugat-Európából indulva az Egyesült Államokban robbanásszerű konjunktúrához vezetett. Ugyanakkor a gyarmati rendszer és Kelet-Európa bekapcsolódása a központ fejlődésébe is egyértelmű volt, elsősorban a nyersanyagok erősödő kínálati nyomásával. Téves tehát az a nézet, hogy 1914 előtt a tudáskonzentráció földrajzilag szűk területen (elsősorban Londonban) összpontosult volna⁴.

Fishlow (1985) valamint Rousseau és Sylla (2003) cikkei arra is rámutatnak, hogy a globalizáció a történelemben először éppen azért jöhetett létre már a XIX. század második felében, mert a pénzügyi piacok katalizátor hatása érvényesülhetett a kereskedelem és az infrastruktúra (a Földet behálózó vasúthálózat és gőzhajózás) finanszírozásában. Ahogy az utóbbi cikk fogalmaz: az országok gazdasági összefonódása és az ezáltal szükségszerűen bekövetkező globalizáció egyértelműen pénzügyek által vezérelt volt.

Hicks (1969) is hasonlóan vélekedik, állítása szerint a pénzügyi rendszer struktúrája kritikus szerepet játszott Angliában az ipari forradalom elindításában, megkönnyítve a tőkemobilitást, mely e folyamat nélkülözhetetlen előfeltétele volt. A központ – vagyis az Atlanti térség – megtakarításainak szerkezete ekkorra lehetővé tette, hogy megfelelő tőke áramoljon a periféria területeire is. Így 1870 után a liberalizmus és a laissez faire időszakában az aranystandard árfolyamkockázat nélküli monetáris rendszere és a technológiai robba-

² Ebben az értelemben az első gazdasági forradalom a mezőgazdasági forradalom volt, mely mai ismereteink szerint már a Kr. e. 8. évezredben elkezdődött. Így interpretálva a második gazdasági forradalom – az ipari forradalom –, tehát a modern tudományok és a technológiai fejlődés szimultán kölcsönhatásából, és a megfelelő intézmények kialakulásából adódó termelékenység-növekedés eredménye.

³ lásd erről Harley (2000) ismertetőjét.

⁴ Mint ahogy azt majd bemutatjuk, a koncentráció strukturálisan (iparágak között) sokkal inkább igaz volt.

nások⁵ a szállításban és a kommunikációban megteremtették az első globális piacteret a tőkeáramlás számára.

A pénzügyek területén ebben az időszakban bekövetkező fejlődést még felsorolni is hosszú. Itt olyan alapvető változások eszközeit kell kiemelni, mint a modern kommunikáció felhasználása az egyensúlyi árazáshoz; a privát tőke (hitel és saját tőke) instrumentumok széleskörű választékának megjelenése és elterjedése; a kockázatok elleni védekezésésként mind szélesebb körben használt biztosítási módszerek alkalmazása; az állam-adósságok nemzetközi piacának kialakulása (nem is beszélve ennek kényszerítő erejéről, és hatásáról); és természetesen a határidős és opciós (privilegium) piacok térhódítása. A huszadik század elejére ezek az instrumentumok öt kontinensen (még Afrikában is) kereskedtek, a kulcsvaluták – köszönhetően az aranystandard rendszerének – mindenhol ismertek és elfogadottak voltak. A pénzügyi eszközök elterjedése, közös elfogadottsága és használata biztosította ugyanis a gazdasági kapcsolatot, valamint a tőkeáramlás lehetőségét a központok és a periféria között.

A folyamat eredményeként a lokális és globális gazdaság egyre nagyobb része monetizálódott és vált érzékennyé a tőkepiacok rezdüléseire, érintve a magán és állami szférát, a munka- és tőkepiacokat, valamint a hazai és külföldi szereplőket egyaránt. Meg kell azonban jegyezni, hogy még ebben az időszakban is az állami beavatkozások hatása jelentősen korlátozta a tőkeáramlás szabadságát. Még Angliában is⁶, de különösen Németországban és Franciaországban, a külföldre irányuló tőke jelentős központi ellenőrzés alatt maradt. Utóbbiak esetében ennek elsődleges oka politikai természetű volt, hiszen egyértelműen a későbbi szövetséges országokat preferálták. Fislow (1985) és Hale (1994) is alátámasztja, hogy a francia kormány mindig is ellenőrizte a francia befektetések irányát, hiszen külföldi jövedelmeik szolgáltatták a fő forrást a Németországnak fizetendő „jóvátételre” az 1871-es Versailles-ban megkötött francia–porosz békét követően. A francia tőkekontroll nagy nyertese természetesen az Orosz Birodalom volt. Németországban azonban Bismarck az 1880-as évektől megtiltotta az orosz kötvények vásárlását, „bóvli kötvényeknek” minősítve azokat⁷. A berlini tőkepiac bezárása az orosz hitelpapírok előtt ennek ellenére végzetes hibának

⁵ A korábbiak alapján is látszik, hogy a technológia fejlődése önmagában nem magyarázza a kor expanziós folyamatait. Köztudott, hogy számos találmány Európán kívül előbb volt ismert, azok hasznosulására a termelésben azonban nem került sor. A kompetitív szellem, valamint a magántulajdon védelmének uralkodóvá válására volt szükség ahhoz, hogy ez bekövetkezzen. Ezért az ipari forradalom óta a globalizáció története, a piacgazdasági intézmények mélyülésének története. Ha ehhez még hozzátesszük Hicks (1969) érveit a tőke akkumulációjáról és a tőkepiacok szerepéről a likviditás és a hosszú távú beruházások egyensúlyának megteremtéséről, akkor az is elmondható, hogy az ipari forradalmat szükségszerűen meg kellett előznie egy pénzügyi forradalomnak. Valóban, az 1609-ben alapított Holland Kelet-Indiai Társaság, illetve az 1650-ben Cromwell által állandó tőkével ellátott Brit Kelet-Indiai Társaság, az első részvénytársaságokként a későbbi likvid tőkepiacok kialakulását szolgálták.

⁶ Fislow (1985) bizonyítja, hogy az állami beavatkozás felgyorsította azt a folyamatot, mely elsődleges oka volt annak, hogy a brit gyarmati vagyon 1870 utáni folyamatos visszaszorulása nem csak relatív, hanem abszolút értelemben is bekövetkezett. A nagyfokú tőkekiáramlás egy része a szabályozás következtében improductív ágazatokba kényszerült. A fennmaradó kihasználatlan tengerentúli lehetőségek ezért olyan mértékben elszívták a tőkét Angliából, hogy a belső piacon a növekedés lassulása következett be. A brit részesedés a világ tőkeállományából 1860 körül hozzávetőlegesen 80% volt, az USA hasonló mutatójának csúcspontja száz évvel később 1960 körül érte el 50%-os értéket (lásd pl. Obstfeld és Taylor 2003, 144. o., 3. ábra).

⁷ Utólag láthatóan nem alaptalanul, hiszen 1917 után az orosz államkötvények kifizetéseit a Kerenszkij-kormány megtagadta, ezzel az ide kihelyezett eszközök 25%-a eliminálódott. Csak a francia veszteség 4 milliárd dollár körülire volt tehető.

bizonyult. Így a keletre irányuló német tőke, egyre növekvő mértékben FDI formájában az orosz vasútépítéseket finanszírozta, mely nélkül a keleti front kimenetele az első világháborúban nyilvánvalóan egészen másképp alakult volna.

3. A tőkemobilitás struktúrája a XX. században

A történelemben vitathatatlanul meglévő hosszú távú növekedés és konvergencia⁸ ellenére a tőkepiacok lineáris expanziójának elmélete egyértelműen elvetendő, ahogy ezt a huszadik század nagyobbik felében a piactól és különösen a pénzügyi folyamatoktól elforduló gazdasági rendszerek bizonyították⁹.

Gosh és szerzőtársai (2002) a nemzetközi pénzügyi rendszer történetét hat szakaszra bontja, mi azonban Obstfeld és Taylor (2003) kategorizálását követve a második, harmadik, negyedik szakaszt aggregálva kezeljük. 1914-ig az aranystandard fix árfolyamrendszere olyan stabilitást¹⁰ és hitelességet adott, mely egyben fegyelmező erőként is hatott. Átfogó standardot biztosított az üzleti élet szereplőinek, ugyanakkor az árak és bérék lefelé is rugalmasnak bizonyultak ebben az időszakban. Sőt a huszadik század fordulójára a kamatlábak országok közti konvergenciája is bekövetkezett, így teljes mértékben háttérbe szorítva a nemzeti monetáris önállóságot. A pénzügyi folyamatok mellett, illetve ezekkel összefüggésben – részint egymást katalizálva – a munkaerőpiac és a termékpiac integrációja is jelentős volt.

A második (összevont) szakasz (1914–1945) az első időszakban létrejött globális gazdasági rendszer teljes pusztulásának időszaka, melynek közismert okai – csak felsorolásszerűen – a két világháború, a nagy válság és a gyakorlatban is uralkodóvá váló keynesianus szemlélet mellett, a nacionalizmus előretörése, valamint a nem versenyközpontú, befelé forduló (zárt) gazdaságpolitika. Az aranystandard legnagyobb érdemét, a hitelességet az első világháborút követő nemzeti célokat előtérbe helyező, elsősorban a háborús deficit leküzdését célzó gazdaságpolitikák teljes mértékben eliminálták. Ennek egyenes következménye volt először a tőkekontroll, majd a protekcionizmus általánossá válása. Így az addigi tőkeexportőr országok elsősorban otthon fektettek be, míg a korábbi tőkeimportőrök nem jutottak további külső finanszírozáshoz. Ahogyan James (2001) rámutat a globális világgazdaság autarkikussá válása alig néhány évtized alatt következett be, a pénzügyi–makrogazdasági mutatók szinte teljes korrelálatlansága, minimális tőkemozgás, az árak és a kamatlábak irracionális alakulása mellett. Ezzel kölcsönhatásban pedig a munkaerő migrációjának teljes megszűnése, illetve a termékpiacon korlátok folyamatos növekedése vezetett a nagy válság kialakulásához. Érdemes azt is észrevenni, hogy a volumenben jelentősen visszaeső nemzetközi tőkeáramlás szerkezetileg is megváltozott! A XX. század nagyobbik felében a hitelek és a fejlesztési pénzek domináltak a működő-tőke befektetések helyett.

A Bretton Woods érát (1945–1971) a globális folyamatok újjáélesztési kísérletének is tekinthetjük. A rendszer belső ellentmondásai közismertek és mondanivalónk szempontjából kevésbé lényegesek¹¹. Mint átmeneti rendszer azonban sok vonatkozásában si-

⁸ Kvantitatív bizonyítását lásd pl. Baumol (1986) híres cikkében.

⁹ Erről lásd pl. Csaba (2002) vagy Csaba (2003) összefoglalását.

¹⁰ A rendszer stabilizálódását, a deflációs nyomás csökkentésével nagymértékben segítette a klondike-i aranybányák felfedezése és a bányászati technológia fejlődése.

¹¹ Részletesen lásd pl. Gosh–Guile–Wolf (2002) 15–19. o.

keres volt. A fejlett országokban a reálfolyamatok megindulása a történelemben páratlan gazdasági növekedést eredményezett, fejlődést a világkereskedelemben, a jövedelmek terén. Ugyanakkor – a nemzetközi pénzügyi intézmények létrehozása ellenére – a pénzügyi folyamatok jóval lassabban reagáltak. Ennek egy aspektusát rendkívül szemléletesen mutatja be Warren Buffett (2001) cikke, amikor kiemeli, hogy 1964. december 31-én a Dow Jones Industrial Average éppúgy 875 ponton állt, mint 1981. december 31-én.

A negyedik 1971-ben kezdődő időszak a reálfolyamatok nem csökkenő integrációja mellett robbanásszerű tőkemobilitást eredményezett. Az olaj-exportőr országok likviditási bőségét a fejlődő országok szívták fel. A folyamat mindkét fél számára előnyös volt, valóságos szimbiózis alakult így ki a fejlett és fejlődő gazdaságok között. Emellett a nemzetközi árumozgások növekedésével párhuzamosan a folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságait a tőkemozgások növekedése ellentételezte. A korlátozások egyre terhesebbé váltak, így a fejlett országokban megkezdődött a tőkepiaci liberalizáció.

1973-at követően a korábban már ismert pénzügyi eszközök reneszánsza, majd ezek új típusú kombinációja révén a pénzügyi innovációk feltartóztathatatlan fejlődése következett be¹². Segítségükkel a kockázatok hatékony elosztása vált lehetővé, mely azonban együtt járt az ügyletek komplexitásának növekedésével és az átláthatóság csökkenésével.

A liberalizáció és a kockázatok alokációja mellett a tőkepiacok globalizálódásának harmadik oka természetesen a technológiai fejlődés, illetve az ezt kiaknázni képes intézményrendszer létrejötte¹³.

Ma a tőkeáramlás volumene az 1970-es szint húszszorososa. Érdekes megfigyelni azt is, hogy az 1970-es évektől a nemzetközi tőkeáramlások szerkezetében éppen fordított folyamat ment végbe, mint ami az első világháborút követően lejátszott. Míg az 1970-es évek második felében és az 1980-as években a magántőke aránya volt kisebb és a nemzetközi szervezetek által nyújtott hitelek és segélyek domináltak, addig az 1990-es években megfordult ez az arány, jelenleg mintegy 80%-ot a magántőke tesz ki. A magántőke struktúráját tekintve 1982-t megelőzően a bankkölcsönök mintegy 75%-os arányt képviseltek, ám az 1980-as évek elején zajlott bankválságok után a bankhitelek drasztikusan visszaestek, így az FDI tudott a dominánssá válni. Az 1990-es években az erőre kapó bankhitelek főleg az ázsiai térségre koncentráltak, az FDI is gyorsan nőtt, de mindezeket túlszárnyalva a portfólió befektetés vált uralkodó formává (Akyüz–Cornford 2002).

A továbbiakban összevetjük majd az első és negyedik szakaszt a hasonlóságok és különbségek szempontjából, tanulságok, következtetések levonása céljából. Mielőtt azonban továbblépnénk meg kell jegyeznem, hogy véleményem szerint a 1990-es évek második felének pénzügyi válságai újabb fejezetet (szakaszt) nyitottak a nemzetközi pénzügyi rendszerek történetében. Egyrészt a krízisek következtében egyértelműen új szemléletmód alakult ki a tőkeáramlás hatását vizsgáló kutatók körében. Másrészt bebizonyosodott az is, hogy a nemzetközi pénzügyi intézmények jelen formájukban csak átmeneti képződmények lehetnek. Az ázsiai válság időpontja és mélysége – eltérően a korábbi pénzügyi krízisektől –

¹² E területen az elmélet és gyakorlat azóta is tartó szoros kölcsönhatásának legszemléletesebb példája hogy egyazon évben jelent meg Black és Scholes híres cikke az opciók árazásáról, és nyílt meg 39 év után ismét 1973. április 27-én az opciók szabványosított kereskedését biztosító CBOE a Chicago Board of Trade-en.

¹³ E folyamat részletes bemutatását lásd Pálosi–Németh (2005) cikkében.

teljességgel megjósolhatatlan volt¹⁴. Éppen a válságot kirobbantó országok voltak követendő példaként állítva más fejlődő országok elé, illetve a tőkepiacok reakciója és a fertőzési hatás addig nem látott formában jelentkezett. Az ázsiai válságért és továbbterjedéséért – ahogy ezt többek között Akyüz és Cornford (2002) bizonyítja – nem kis mértékben a nemzetközi pénzügyi intézményrendszer volt felelős. Ennek strukturális reformjával tehát már a következő szakaszba lép a tőkepiacok és a tőkemobilitás története.

4. Néhány elméleti hipotézis

Felmerül a kérdés, hogy tudunk e egyértelmű okot megjelölni, mely alapvetően magyarázta a tőkepiacok XIX. század végi, XX. század eleji hosszú felívelését, majd a letörés és lassú regenerálódás jelenségét. Sokak által elfogadott nézet, hogy e központi, magyarázó erővel bíró tényező az árfolyamrendszer: a döntő különbség a pénzügyi globalizáció negyedik szakasza és a korábbi időszakok között a lebegő árfolyamrendszer, hiszen a fix árfolyamrendszer megszüntetésének lehetősége nem kényszerítette a továbbiakban a monetáris politika döntéshozóit a tőkekorlátok fenntartására. Ugyanakkor Gosh–Gilde–Wolf (2002) érvelése arra is rámutat, hogy bár a lebegő árfolyamrendszer korábban nem tapasztalt virágkorát éli, uralkodóvá válása nem következett be. Fisher bipolarizációs hipotézise szerint ugyanis a domináns trendnek a köztes rendszerek kiürülése (*hollowing out*) mutatkozik, de mind a rögzített, mind a lebegő árfolyamrendszer jelentős maradt¹⁵.

Marcus Fleming és Robert Mundell munkái¹⁶ (azaz a közgazdaságtan második lehetetlenségi tétele, *inconsistent trinity*) óta közismert, hogy a rögzített árfolyamrendszer, a tőkeáramlás szabadsága és a nemzeti monetáris politika szuverenitása egyidejűleg nem valósítható meg. E trilemma határozta meg a tőkepiacok fejlődését is az elmúlt másfél évszázadban, nem tudatos gazdaságpolitikai döntéskényszerít idézve elő. Az aranystandard idején (és az EMU rendszerében is) a nemzeti monetáris politika önállósága szorult háttérbe, a jelenlegi szabadon lebegő árfolyamrendszerek idején az árfolyamcél követése, míg a XX. század jelentős részében – a nemzetközi pénzügyi rendszer második és harmadik szakaszában különböző mértékben – éppen a liberalizált tőkemozgás szenvedett retorziót. Tehát nem egyedül az árfolyamrendszer felelős a tőkemobilitás historikus trendjeiért, hanem az, hogy a lehetetlen „szentháromságból” melyik két tényező dominált.

North (1992) központi gondolata, hogy az intézmények és ideológiák alapvetően determinálják a gazdasági teljesítményt. Ugyanakkor, ahogy azt egy korábbi cikkében bemutatja az intézmények a technológiai változásokra válaszul születnek meg és alakulnak

¹⁴ Legalábbis a korábban bevált módszerek segítségével. E válságokat követően olyan régi–új fundamentumok vizsgálata került az elemzők nagytíjára, mint pl. az államháztartás hiánya illetve egy ország adósság-intolerancia szintje.

¹⁵ Az árfolyamrendszerek 3 fő kategóriája: *rögzített* rendszerek (Keményen rögzített rendszerek: valutatanács, dollarizáció, monetáris unió; Rögzítés kulcsvalutához, Rögzítés valutakosárhoz), *köztes* rendszerek (Szabályalapú köztes: csúszó rendszerek, jegybanki kooperáción alapuló rendszerek (EMS), árfolyam zónák; Diszkrecionális köztes: menedzselte vagy piszkos lebegtetés) és *lebegő* rendszerek.

¹⁶ Mundell, R. A. 1963: Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, 4, 475–485. o.

Fleming, J. M. 1962: Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates. *Staff Papers, International Monetary Fund*, 9, 8, 369–379. o.

(North 1991). E gondolatsor szintézisét fedezhetjük fel Cohen (1996) tanulmányában, bár ő nem ezen az úton jutott el következtetéseire levonásához.

Cohen a „tőkepiacok feltámadásának” négy magyarázó faktorát különbözteti meg:

- a technológiai innovációt, amely katalizátora és motorja is volt a verseny éleződésének,
- az országok közti politikai tényezőket, az „államérdekek” előtérbe helyezésével,
- az országon belüli pártérdekek és lobbycsoportok rivalizálását,
- végül, de nem utolsósorban a közgazdasági gondolkodás evolúcióját.

A technológia vezérelte változások a XIX. században közvetlen, de inkább a termékpiacok integrációján keresztül közvetett módon hatottak a tőkepiacok fellendülésére és egységesülésére. A huszadik század harmadik harmadában a technológia közvetlen és közvetett hatásai éppoly dominánsak voltak. Cohen második és harmadik tényezőinek előtérbe kerülése, és számos esetben ideológiákká formálódva magyarázzák az 1914 utáni szegmentálódást és az államok önállósodó törekvéseit. Az ideológiák, összefüggésben a közgazdaságtudomány fejlődésével, meghatározók a gazdaságpolitikák alakításában, melyek magyarázó erővel bírnak mind a keynesianizmus gyakorlati előretörésére, mind az 1971-et követő – monetarista és neo-klasszikus – fordulatra is.

Így tehát Cohen első faktora egyértelműen a globális integráció elősegítője, a második és harmadik a tőkemozgások ellen ható erők, míg a negyedik faktor változó szerepet töltött be a tőkepiacok fejlődésében.

Bordo, Eichengreen és Irwin tanulmányukban a globalizáció jelenlegi szakaszának egyediségét annak a gazdaság minden szférájában való érvényesülésében, áthatóbb voltában látják (Bordo et al. 1999b). A szerzők megmutatják, hogy a GDP arányos tőkeáramlás magasabb volt az első világháború előtt, mint ma¹⁷, a tőkeáramlás diverzifikáltsága mind térben, mind ágazati szempontból viszont ma magasabb¹⁸. Bordo, Eichengreen és Irwin azt is kiemeli, hogy napjaink pénzügyi globalizációja az intézményesülés sokkal magasabb fokán áll. Ez igaz mind helyi (pénzügyi közvetítés hálózata), mind nemzetközi szinten (IMF, Világbank-csoport, BIS stb.).

Hale (1994) tanulmánya hangsúlyozza a feltörekvő tőkepiacok szerepét a mai pénzügyi globalizáció felgyorsulásában. Az 1970-es éveket követő megnövekvő nemzetközi tőkemobilitás legfőbb okának, a korábban alternatív piacgazdasági, nem kapitalista, importhelyettesítő gazdaságok posztwashingtoni konszenzust követő irányváltása, illetve a volt tervgazdaságú országok rendszerátalakulása tekinthető. Ezekben az államokban a fejlődés piaci jellegűvé tételének egyik legfontosabb lépése a hatékony erőforrás-elosztás szempontjából a pénzügyi közvetítés és így a tőkepiacok megteremtése és liberalizálása volt. Jelentős a különbség azonban a jelenlegi és a száz évvel ezelőtti feltörekvő piacok szerepét illetően, emiatt az 1870–1914 közti piacok integráltabbak voltak, és a jelenlegi szegmen-

¹⁷ Nagy-Britannia, a nemzetközi tőkeáramlás elsődleges forrása, 1873–1913 között átlagosan a bruttó hazai össztermékének 5%-át fektette be külföldre, és ez az arány éppen a háború kitörésére csúcsosodott ki közel 10%-kal. Franciaország, bár fele ilyen arányban, de hasonló szerkezetben vette ki részét a folyamatból. Németország belső piaci és kelet-közép-európai befektetései szívták el a beruházandó tőkét, bár a megtakarítások gyarapodásának ütemében, a vizsgált időszakban Angliát és Franciaországot is maga mögé utasította, így a tengeren túli befektetéseire átlagosan a GDP 2%-a jutott. (Fislow 1985).

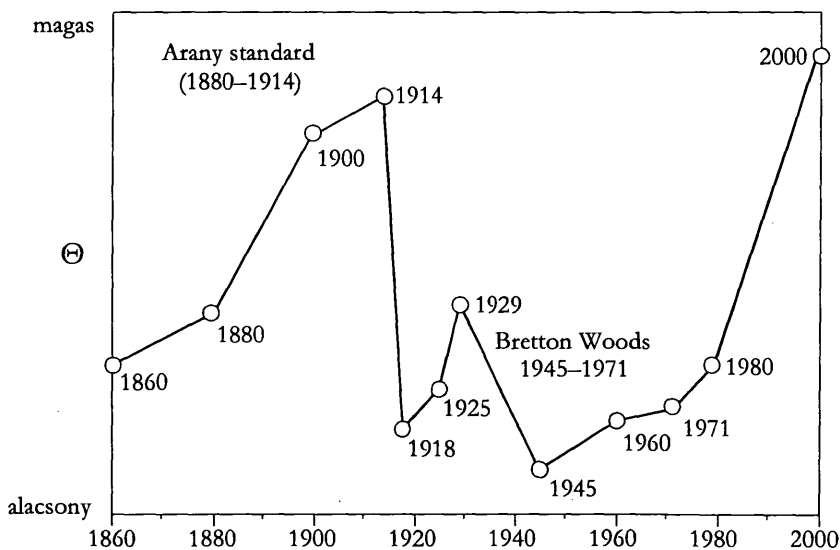
¹⁸ Davis–Gallman (2000) állítása szerint 1865 és 1890 között a brit befektetések 90%-a Argentínában, Ausztráliában és Észak-Amerikában csak vasúti és állami kötvényekbe áramlott!

tálság valószínűleg rövid távon nem is fog eltűnni. Az eltérés egyik oka, hogy napjaink feltörekvő piacainak intézményesülésére, újjáéledésük óta viszonylag rövid idő állt rendelkezésükre. Ennél is lényegesebb különbség – ahogy erre már korábban is utaltunk –, hogy a tőkeallokáció ma a gazdaság sokkal szélesebb körére kiterjed, mint a múltban. A XIX–XX. század fordulóján virágzó tőzsdék azokban a feltörekvő országokban voltak, ahol a mezőgazdasági és bányakincs adta az export több mint felét¹⁹, ma azonban a legfejlettebb feltörekvő tőkepiacok országainak exportjában az ipari termelés aránya magasabb, mint az USA-ban. Napjainkban tehát túl komplex feladatot kell ellátniuk e viszonylag új és sérülékeny piacoknak²⁰.

5. A hipotézisek alátámasztása

Egy kérdést hagytunk még megválaszolatlanul: Obstfeld és Taylor (2003) a tőkemobilitás és a pénzügyi integráció intenzitásának utóbbi másfél évszázadát az 1. ábrán látható módon képze le.

1. ábra. A tőkemobilitás alakulása a tőkepiacok modern történetében



Forrás: Obstfeld és Taylor (2003) sematikus ábrája alapján

Feltéve és megengedve, hogy a nemzetközi tőkemobilitás, illetve tőkepiaci integráció egyetlen változóval (jelöljük Θ -val) mérhető, a legnagyobb kérdés, hogy az 1914 óta tartó időszakban U alakú görbét leíró Θ változó jelenleg globális vagy csak lokális maximumát

¹⁹ A Pesti Áru- és Értéktőzsdén például 1884-ben 4,7 millió, 1913-ban már 66,6 millió mázsa gabonát forgalmaztak. A növekedésben nagy része volt annak is, hogy több Duna menti állam gabona- és kukoricaforgalmának egy részét is a magyar tőzsde bonyolította le.

²⁰ A feltörekvő tőkepiacok exogén fejlődéséről is lásd Pálosi-Németh (2003). További alapvető különbségekről ír Choi-Doukas (1998).

érte el? A kérdésben természetesen nincs konszenzus a szakirodalomban²¹. A válasz nyilvánvalóan attól függ, hogy milyen mutató vagy kvantitatív vizsgálat alapján döntünk.

Az egyszerűtől a bonyolultig számos modell tesz kísérletet a piaci integráció fokának mérésére²². Obstfeld és Taylor (2003) elveti az egy módszer alapján történő döntést, hiszen az absztrakció foka ezekben a modellekben igen magas²³, így meggyőző eredmény csak több független modell alapján kapható. Az ő hipotézisük, mely a Θ U alakú lefutását tesztelte, ugyan némileg eltér az általunk vizsgált kérdéstől, eredményeik azonban számunkra is gyümölcsözőnek bizonyulnak. Írásukban négyféle kvantitatív vizsgálatot hajtanak végre. Előszörként a bruttó külföldi tőkeállomány tölti be a Θ szerepét. Ezt követően a reál kamatlábak országok közötti konvergenciáját vizsgálják, mint a pénzügyi integrációt jól reprezentáló folyamatot. A harmadik módszerük az árfolyamkockázattól megtisztított nominális kamatlábsparitás alakulásának elemzése, mely az egyik legegységesebb indikátora a nemzetközi tőkeáramlásnak. Végül a részvény és kötvény hozamok különböző tőkepiacok közti korrelációját és volatilitását vizsgálják. Nem meglepő módon mind a négy empirikus módszer, erősebben vagy gyengébben, de alátámasztja Obstfeld és Taylor hipotézisét a Θ U alakú „viselkedéséről”.

A területi korlátokra való tekintettel itt csak a legérdekesebb, egyben a legkézenfekvőbb elemzést, a negyediket részletezzük, és ezt bővítjük ki a mélyebb elemzés érdekében.

A kötvény és részvénytőkepiacok meglehetősen különböző pályát írtak le a XX. században. Előbbiek esetében az állampapírok dominanciája jellemző, de míg a fejlett országok papírjai folyamatosan kereskedettek voltak, és így sok adat áll rendelkezésre, addig a periféria országainak adósságpapírjai számos közvetítőn keresztül cseréltek gazdát, mely megnehezíti a statisztikai vizsgálatot. A különböző országok részvénytőkepiaci reálhozamairól Jorion és Goetzmann (1999) bizonyította, hogy messze elmaradtak attól az értéktől, melyet az USA piacain a XX. század folyamán a befektetők realizálhattak. A medián 0,8%, míg az USA-ban ez 4,3%. A piacok heterogenitása mellett azonban találhatók időszakok, ahol szoros együttmozgás volt jellemző. A 2. és 3. ábrán a vastag vonal a központ (G7) országainak adataiból, a vékony 22 ország részvénytőkepiaci adataiból számolt értékek alakulását mutatja.

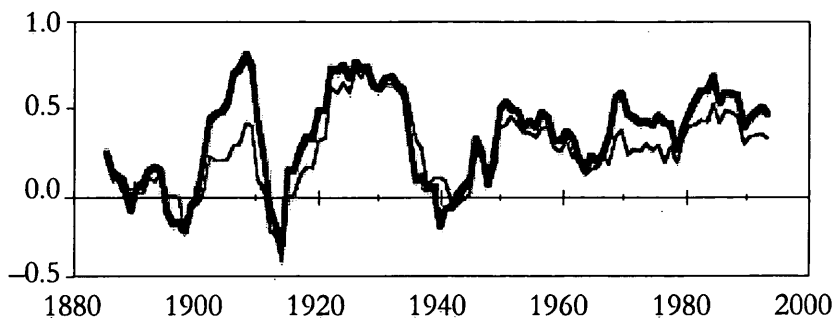
A 2. ábrán látható módon 1945 óta egyértelműen növekszik a piacok együttmozgása, de ez a trend lassú. A központi (fejlett tőkepiaccal rendelkező) országok viszonyát vizsgálva a korreláció globális maximuma éppen 1914-ben volt. Érdekes azonban, hogy ezt megelőzően nem volt annyira egységes a részvényhozamok együttmozgása, mint azt sejtették volna a történelmi fejlődés ismeretében.

²¹ Az 1980-as és 1990-es években született tanulmányokban (Fislow 1985, Hale 1994 és Taylor 1996) még egyértelműen az 1914-es tőkemobilitás volt a globális maximum, míg az ezredfordulón már olyan tanulmányok is születtek (Rajan és Zingales 2001, illetve Rousseau és Sylla 2003), melyek szerint a jelenlegi pénzügyi globalizáció túlszárnyalta a 100 évvel korábbit. Bordo et al. (1999b) szerint a GDP arányos tőkeáramlás magasabb volt az első világháború előtt, mint ma, a tőkeáramlás diverzifikáltsága mind térben, mind ágazati szempontból ma magasabb.

²² Pálosi-Németh (2003) a piaci érési folyamatok modelljeinek áttekintésére és kritikájára is kísérletet tett.

²³ Valójában nem csak az elvonatkoztatás okozza a problémát, nem az, hogy a tőkepiac érési folyamatának komplexitása túl sok változó függvénye, a modellekben azonban csak kis számú paraméter tesztelhető, különösen ilyen hosszú időtávon, hiányos adatok mellett. A fő probléma, hogy pénzben kifejezve nem mérhető a tőkeáramlás nagysága, hiszen az számos más módon is áramolhat, ezért szükséges alternatív, összetettebb modellekre támaszkodnunk.

2. ábra. Tőkepiacok korrelációjának időbeli alakulása
(G7 és 22 tőkepiac alapján)



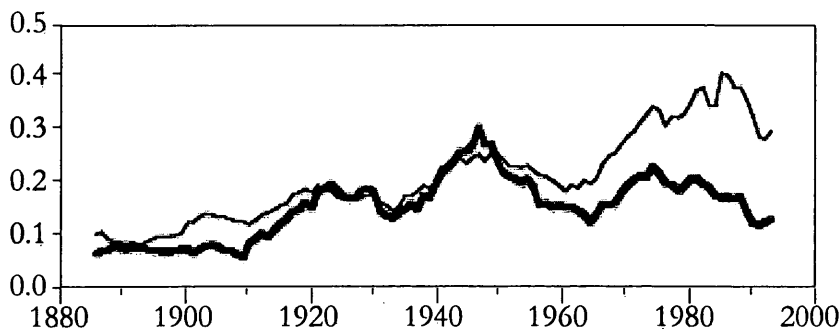
Forrás: Obstfeld és Taylor (2003)

A jelenlegi érték nem éri el a 90 évvel ezelőtti csúcspontot, sőt még a második lokális maximumot sem, mely egybeesik a nagyobb (22 piacra kiterjedő) mintából kapott globális maximummal. Fontos észrevenni, hogy a nagy válság idején a piacok mozgása – függetlenül a tőkeáramlás jelentős visszaesésétől – milyen egységes volt! Ez azt a napjainkban is sokszor tapasztalt jelenséget támasztja alá, hogy a korreláció éppen akkor a legnagyobb, amikor a volatilitás is (lásd 3. ábra), fokozva ezzel a válságjelenségek hatását és a fertőzésveszélyt²⁴.

Ami vizsgálatunk szempontjából a leglényegesebb, hogy a nemzetközi piacok együttmozgása ma erősebb, mint az első világháborút megelőzően.

Az eddigiek alapján vonható le az a következtetés is, hogy a tőkeáramlás magasabb korrelációja ugyan sérülékenyebbé teszi a globális pénzügyi rendszert, de ezt némiképp ellensúlyozza az árfolyamrendszer és az intézményi fejlődés mélyülése. Az 1990-es évek pénzügyi válságai azonban arra mutatnak rá, hogy a mérleg nyelve eldőlni látszik, mely megerősíti a már korábban szorgalmazott strukturális reformok szükségességét a nemzetközi pénzügyi rendszerben!

3. ábra. A részvényárfolyamok szórásának időbeli alakulása
(G7 és 22 tőkepiac alapján)



Forrás: Obstfeld és Taylor (2003)

²⁴ Az ezt bizonyító méréseket Longin és Solnik (2001) publikálta.

Nyilvánvaló, hogy a piacok közötti korreláció jelentős – noha nem az egyetlen – meghatározója a diverzifikációból származó előnyök nagyságának. Goetzmann et al. (2001) alapján a diverzifikáció hatását összetevőkre bonthatjuk:

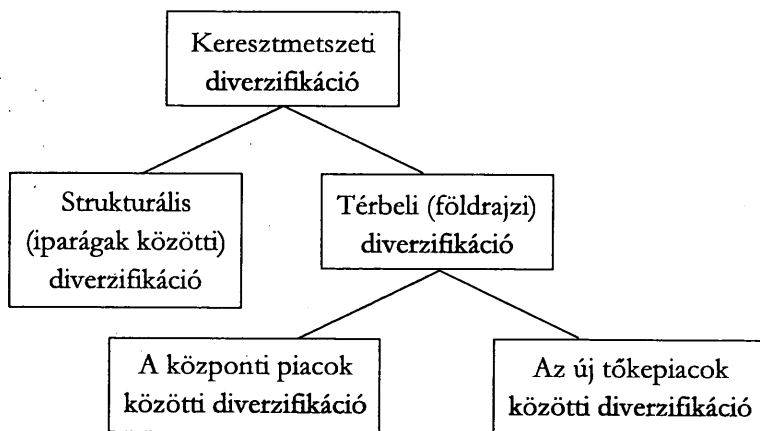
- a piacok közötti átlagos kovariancia eltéréseiből származó (térbeli) és,
- a befektetési lehetőségek, iparágak szerinti „szélességből” adódó (strukturális) komponensre.

Az elmúlt 150 évben a két hatás együttesen és egymáshoz képest is folyamatosan változó mértékben járultak hozzá a diverzifikációs előnyökhöz. A strukturális diverzifikáció a gazdaság „barázdáltságával” párhuzamosan nő, sőt a technológiai innovációval kialakuló újabb és újabb tevékenységi körök miatt exponenciálisan növekszik. Mitöbb, az úgazdaság térhódításával a gazdasági szereplők fokozódó mértékben képesek korábban nem összefüggőnek tartott tevékenységek új típusú integrálására is!

A térbeli diverzifikáció azonban az utóbbi évtizedekben – a piacok közötti korreláció növekedésével párhuzamosan – veszít hatékonyságából, ahogyan ez a 2. ábrán látszik is. Ez annak ellenére egyértelmű, hogy a diverzifikáció e komponense is felbontható két részre, a hagyományos nagy piacok együttmozgásának és az új piacok hatására (4. ábra).

A piacok közti együttmozgás növekedésével a térbeli diverzifikáció előnyei főként az új, feltörekvő országokból származhatnak. E piacok az elmúlt 25 évben virágzásnak indultak ugyan, de ilyen nagy számú új piac megjelenésére a jövőben már nincs lehetőség. A növekvő korreláció miatt, csak a legkisebbek, a leginkább periférián lévők esetében kicsi az együttmozgás. Kérdéses, hogy e piacok likviditása, az itt kereskedett vállalatok tőkeértéke, a jogi és egyéb intézményi háttér segíti-e az ide áramló befektetéseket. Amennyiben igen, akkor ez a piac is fokozatosan nemzetközivé válik és az alacsony korrelációból fakadó előnyök fokozatosan eltűnnek, ha nem, akkor nem befektetési célpontok, vagy csak kifejezetten nagy kockázatot vállaló befektetőknek.

4. ábra. A diverzifikáció felbontása



Forrás: Pálosi-Németh (2005) 2. ábrájának egyszerűsített változata

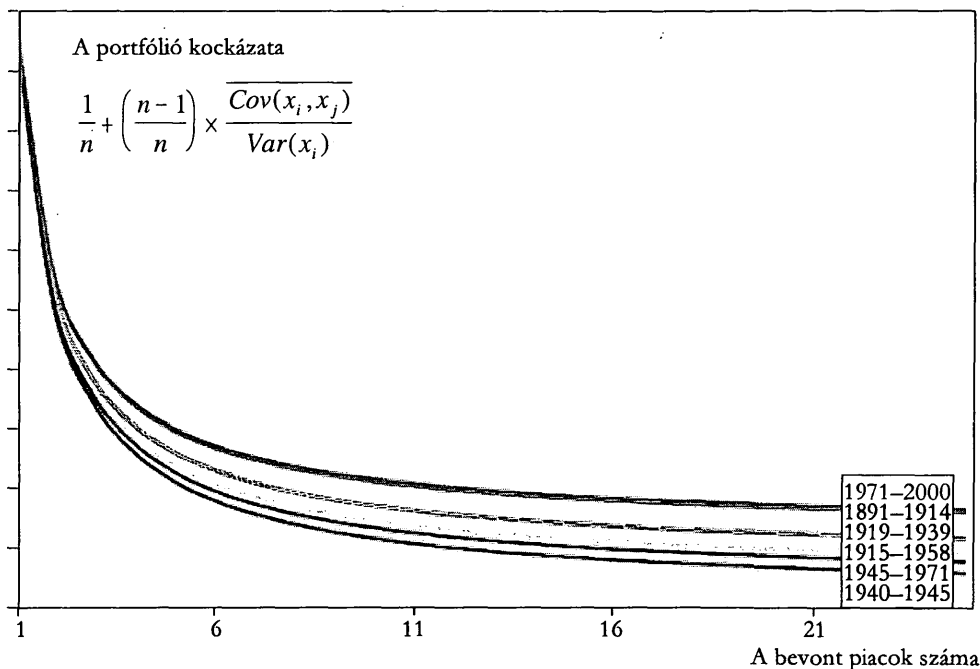
A történelem során a diverzifikáció komponenseinek aránya a belőlük származó előnyök tekintetében súlypontot váltott. Ahogy azt száz évvel ezelőtt Henry Lowenfeld

bemutatta, akkor még a földrajzi diverzifikáció dominálta a keresztmetszetit²⁵, ám mára ez megfordult.

Mint korábban – Longin és Solnik (2001) cikkére hivatkozva – bemutattuk a piacok együttmozgása a különböző sokkok idején a legmagasabb, vagyis a diverzifikáció éppen akkor nem működik, amikor igazán szükség volna rá²⁶!

Az 5. ábra nagyon hasonlít ahhoz a jól ismert ábrához²⁷, mely a diverzifikáció kockázatcsökkentő hatását mutatja egyenlően súlyozott portfólió esetén. Itt azonban az x tengelyen nem a részvények, hanem a vizsgálatba bevont piacok számát növeltük, az elmúlt jó száz év különböző szakaszaiban. Így ez az ábra is alátámasztja a korábbi állításainkat, mely szerint a diverzifikáció kockázatcsökkentő hatása ma és száz évvel ezelőtt volt a legkisebb (és ez a kettő szinte azonos nagyságú), míg a korábbi időszakok ebből a szempontból is jelentősen különböztek²⁸.

5. ábra. A nemzetközi diverzifikáció hatékonysága a különböző időszakokban



Forrás: Goetzmann et al. (2001)

²⁵ Lowenfeld, H. 1909: Investment an Exact Science. *The Financial Review of Reviews*, London. 49. o.; idézi Goetzmann et al. (2001).

²⁶ Érdemes figyelni a történelmi párhuzamra az aranypontrendszer működésével. Ez, a nemzeti valuták értékét természetes úton egyensúlyban tartó folyamat is éppen akkor mondott csődöt, amikor leginkább szükség lett volna rá: háborúk és gazdasági krízisek idején ugyanis az országok korlátozták a nemesfém szabad áramlását, meggátolva ezzel a mechanizmus működését.

²⁷ Lásd például Száz (1999): 1.11. ábra.

²⁸ Egyensúlyban azonban minden befektető nem tarthat egyenlően súlyozott portfóliót. A kapitalizációval súlyozott portfólió nyilvánvalóan kisebb diverzifikációs előnyökkel jár, hiszen a központi piacok súlya sokkal magasabb lesz, azaz a térbeli diverzifikációs előny jelentős része elveszik.

6. Összegzés

Az 1990-es évekre a globalizáció szó azt a jelenséget igyekezett tömöríteni a közgazdaságtanban, mely egy fokozatosan integrálódó és független világgazdaság kialakulását jelentí, melyben a tőke és az áruk-szolgáltatások (de nem a munkaerő) szabad áramlása egyre nyilvánvalóbb! Pénzügyi archeológiai vizsgálatunk e jelenségekör egy cikkelyét elemezte, melynek egyik következtetése, hogy a tőkeáramlás liberalizálásának hatékonysága a történelemben hosszú ideig megelőzhette az intézmények mélyülését, stabilizáló hatását, sőt az intézményi fejlődés (hiszterézis) éppen azért következett be, mert architektúrája nemzetközi versenyben alakulhatott. Az 1990-es évek alapvetően kiemelkednek majd a pénzügyek történetében, hiszen ebben a dekádban tért vissza ténylegesen a világgazdaság arra a pályára, melyről közel 80 évre egy alternatív útra tért el, és ahol a pénzügyi krízisek hatására, a nemzetközi pénzügyi rendszer jelentős átalakításának igénye is megfogalmazódott.

A nemzetközi diverzifikáció komponensekre bontásával arra a következtetésre jutottunk, hogy bár a globalizáció folyamata, mind előnyökkel, mind hátrányokkal is jár a nemzetközi befektetések területén, összességében azonban a mai diverzifikációból fakadó előnyök sokkal alacsonyabbak, mint korábban.

Elemzésünk végén kijelenthetjük, hogy a tőkepiacok történetében is – hasonlóan a történelemben meghonosodottal – „rövid huszadik századról” beszélhetünk, ahol a tőke-mobilitás és a tőkepiacok integrációja jellegzetes U alakú görbét követett. A kezdeti és a végpont maximuma sok hasonlóság mellett számos különbséget is rejt: így az árfolyam-rendszerekben, az intézményesülés fokában és különösen a fejlődő tőkepiacok szerepében.

Felhasznált irodalom

- Akyüz, Y. – Cornford, A. 2002: Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. In: Nayyar, D. (szerk.) *Governing Globalization*. Oxford and New York: Oxford University Press, 108–143. o.
- Baumol, W. J. 1986: Productivity Growth, Convergence and Welfare: What the Long-Run Data Show. *American Economic Review*, 76, 5, 1072–1086. o.
- Bordo, M. D. – Eichengreen, B. – Kim, J. 1999a: Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? In: A. H. Meltzer (szerk.) *The Implications of the Globalization of World Financial Markets*. Seoul: Bank of Korea, 27–83. o. NBER Working Paper No. 6738.
- Bordo, M. D. – Eichengreen, B. – Irwin, D. A. 1999b: *Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?* National Bureau of Economic Research No. 7195.
- Buffett, W. 2001: A Time for Discovery. *Fortune*, 10th December 2001.
- Choi, J. J. – Doukas, J. A. (szerk.) 1998: *Emerging Capital Markets, Financial and Investment Issues*. Quorum Books, London és Westport, CT.
- Cohen, B. J. 1996: Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. *World Politics*. 48, 2, 268–296. o.
- Csaba L. 2002: Az átalakulás fejlődésmélete. *Közgazdasági Szemle*, 49, 4, 273–291. o.
- Csaba L. 2003: Globalization and Economic Systems: A Homogeneity Test. In: Krizsán A. – Zentai V. (szerk.): *Reshaping Globalization*. New York – Budapest: CEU Press, 195–214. o.

- Davis, L. E. – Gallman, R. 2000: *Waves, Tides, and Sandcastles: The Impact of Foreign Capital Flows on Evolving Financial Markets in the New World, 1865–1914*. New World Cambridge: Cambridge University Press.
- Fishlow, A. 1985: Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period. *International Organization*, 39, 3, 383–439. o.
- Gosh, A. R. – Guilde, A. M. – Wolf, H. C. 2002: *Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences*. Cambridge, MA és London: The MIT Press.
- Goetzmann, W. N. – Li, L. – Rouwenhorst, K. G. 2001: *Long Term Global Market Correlations*. National Bureau of Economic Research No. 8612.
- Hale, D. D. 1994: Stock Markets in a New World Order. *Columbia Journal of World Business*, 29, 14–28. o.
- Harley, C. K. 2000: A Review of O'Rourke and Williamson's „Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth Century Atlantic Economy”. *Journal of Economic Literature*, 38, 4, 926–935. o.
- Hayek, F. A. 1978: A komplex jelenségek elmélete. Megjelent: *Piac és szabadság*. Válogatott tanulmányok. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest. 270–291. o.
- Hicks, J. R. 1969: *The Theory of Economic History*. Oxford, Calderon Press.
- James, H. 2001: *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*. Cambridge: Harvard University Press.
- Jorion, P. és Goetzmann, W. N. 1999: Global Stock Markets in the Twentieth Century. *Journal of Finance*, 54, 3, 953–980. o.
- Longin, F. – Solnik, B. 2001: Extreme Correlation of International Equity Markets. *Journal of Finance*, 56, 2, 649–675. o.
- Neal, L. 2000: How It All Began: The Monetary and Financial Architecture of Europe during the First Global Capital Markets, 1648–1815. *Financial History Review*, 7, 117–140. o.
- North, D. C. 1991: Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, 5, 1, 97–112. o.
- North, D. C. 1992: Institutions, Ideology, and Economic Performance. *CATO Journal*, Winter92, 11, 3
- Obstfeld, M. – Taylor, A. M. 2003: Globalization and Capital Markets. Chapter 3. In: Bordo, M. D. – Taylor, A. M. – Williamson, J. G. (szerk.): *Globalization in Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press, 2003, 121–183. o.
- Pálosi-Németh B. 2003: *Látászat vagy valós fejlettség a fejlődő országok tőkepiacain*. Műhelytanulmány, „Versenyképesség, globalizáció, regionalitás” Doktori Iskola, Debrecen
- Pálosi-Németh B. 2005: *Az intézmények szerepe a feltörekvő országok tőkepiaci fejlődésében*. COMPETITIO, megjelenés alatt.
- Rajan, R. – Zingales, L. 2001: *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century*. National Bureau of Economic Research No. 8178.
- Rousseau, P. L. – Sylla, R. 2003: Financial Systems, Economic Growth, and Globalization. Chapter 8. In: Bordo, M. D. – Taylor, A. M. – Williamson, J. G. (szerk.): *Globalization in a Historical Perspective*. Chicago: University of Chicago Press, 373– 413. o.
- Száz J. 1999: *Tőzsdei opciók vételre és eladásra*. Tanszék Kft., Budapest
- Taylor, A. M. 1996: *International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship*. National Bureau of Economic Research No. 5743.
- Török Á. 2003: A piacra lépési korlátok átalakulása és a világgazdaság hálózatosodása. *Közgazdasági Szemle*, 50, 3, 195–208. o.

A CAPM gyakorlati kérdései a hazai tőkepiacra megválaszolva

Sebestyén Géza*

Az 1960-as években kidolgozott CAPM mind a mai napig a leggyakrabban használt modell a tőkeköltség meghatározására. Az elméleti oldalról alaposan kidolgozott módszer gyakorlati implementációja során azonban rengeteg nyitott kérdéssel találkozunk: mely befektetést tekinthetjük kockázatmentesnek, mely portfólió reprezentálja a piacot, mekkora hozamperiódust válasszunk, hogyan határozzuk meg a becslési időtávot? És végül a legfontosabb kérdés: mennyire tekinthető pontosnak egy ilyen modell? Jelen cikk ezen kérdések hazai tőkepiacra történő megválaszolására tesz kísérletet, több alternatív modell összehasonlításával.

27 hazai részvény 1999.01.01 és 2004.06.30 közötti adatait elemezve arra a megállapításra jutottam, hogy a BUX-ban nagy súllyal szereplő részvények kivételével a CAPM nem magyarázza jól sem az egyedi részvények, sem pedig vizsgált a portfóliók hozamában tapasztalható ingadozásokat. A modell paramétereinek meghatározásakor mind magyarázó erő, mind pedig előrejelzés szempontjából a legjobb választásnak a havi hozamok alkalmazása, kétéves becslési időtáv választása, illetve a BUX mint piaci portfólió alkalmazása adódott.

Kulcsszavak: CAPM, tőkeköltség, várható hozam, béta becslése

1. Bevezetés

A kockázatos pénzáramlások árazásánál, a pénzügyi teljesítmény értékelésénél, a kockázatkezelésnél, valamint egyes iparágak központi szabályozásánál is felmerülő alapvető kérdés egy adott befektetés, illetve vállalkozás *tőkeköltségének*, elvárt hozamának a meghatározása. Ennek mind az elméletben, mind pedig a gyakorlatban a legelterjedtebb módszere a Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965) és Mossin (1966) nevéhez köthető tőkepiaci árfolyamok modellje, azaz a CAPM.

Jelen cikk célja a CAPM hazai alkalmazhatóságának *gyakorlati kérdéseit* – piaci és kockázatmentes befektetés választása, időtáv meghatározása, időtáv felosztása – vizsgálni és ezekre választ adni.

* Sebestyén Géza, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdaságtudományi Kar Vállalati Pénzügy Tanszék (Budapest)
Ezúton szeretnék köszönetet mondani Juhász Péternek, Katona Klárának és Lublőy Ágnesnek értékes hozzászólásaikért.

2. Alapvető gyakorlati kérdések

A CAPM alapvetése, hogy minden eszköz elvárt hozama *három tényező* függvénye; a kockázatmentes hozamé, a piaci portfólió hozamáé, és az eszköz kockázati mérőszámáé, azaz a bétájáé. A jól ismert és világszerte alkalmazott képlet:

$$r = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Ezt az egyenletet a CAPM kidolgozói számos korlátozó feltevés mellett vezették le:

- Egy piaci szereplő sem tudja befolyásolni az árfolyamokat
- Nincsenek sem adók, sem pedig tranzakciós költségek
- Minden eszköz nyilvánosan kereskedett és tőkéletesen osztható
- A rövidre eladás korlátlanul alkalmazható
- A befektetők korlát nélkül vehetnek fel kockázatmentes hitelt, illetve fektethetnek kockázatmentes eszközbe
- A befektetők kockázatkérülők, valamint hasznosság-maximalizálók
- A befektetők rövid távon és azonos tartási periódusban gondolkoznak
- A hozamok eloszlása normális, vagy ha nem az, akkor a befektetők hasznosságát csak a hozamok várható értéke és szórása befolyásolja
- A befektetők várakozásai homogének¹

A képlet gyakorlatban történő felhasználása azonban rengeteg *kérdést* vet fel. Milyen időtávra vonatkozó hozamokkal dolgozzunk? Hogyan válasszuk meg a kockázatmentes és a piaci eszközt? Milyen idősort használjuk a statisztikai becslésekben? Ebben a pontban ezekre a kérdésekre keressük a választ. Ehhez több helyütt is felhasználjuk Wright–Mason–Miles (2003), illetve Sebestyén (2004) munkáit.

Kezdjük az idősorral. Mind a túl sűrű, mind pedig a túl ritka adathalmaz ellen szólnak érvek. Napi adatok felhasználása esetében a becslésünk *torzított* lesz a kevésbé likvid érték-papírok esetében, hiszen ezeknél azokon a napokon, melyeken az adott papírral nem kereskedtek, nulla hozammal fogunk számolni, miközben a piaci hozam minden bizsonnyal e napon is változni fog². Másrészt, még ha történt is kereskedés az adott napon, az ilyen jellegű papíroknál akár egy napnál hosszabb időt is igénybe vehet, amíg az általános piaci folyamatok beépülnek az árba. Más oldalról a nagyon likvid papírok hozama néha már a piaci trendváltás előtt is elindul a megfelelő irányba. Ezen okokból kifolyólag a napi részvény-, illetve indexhozamok közötti statisztikai kapcsolat nem képes megmutatni a befektetés valódi érzékenységét a piaci folyamatokra.

Amennyiben az egyes idősorok nem autokorreláltak és a részvény és a piaci index közötti összefüggés nem függ az időszak választásától, úgy a legkisebb négyzetek módszere jellemzői miatt érdemesebb a *legsűrűbb* adatbázissal dolgozni. A becslés ugyanis mindenképpen torzítatlan lesz, de ez esetben kisebb lesz a szórása és ezáltal nagyobb a pontossága.

¹ A CAPM feltevéseiről, következtetéseiről, gondolatmenetéről részletesen ír Bodie–Kane–Marcus (1996), illetve Brealy–Myers (1998).

² Ezáltal a valódinál gyengébb kapcsolatot fog a kovariancia mutatni, azaz a béta nulla felé fog torzulni. Ezt megfigyelhetjük a 3. táblázat számain is. Bővebben lásd: Dimson (1979).

Ha azonban a hozámok autokorreláltak – mint ahogy Campbell és szerzőtársai (1997) alapján az USA napi hozamok azok, míg a heti, illetve havi adatok már nem, vagy legalábbis nem annyira – akkor a napi adatok használata bár torzítatlan becslést ad, de a becslőt szórás és ezáltal a konfidencia-intervallum már megbízhatatlan lesz.

Ha nem a legsűrűbb adatbázissal dolgozunk, abban az esetben el kell döntenünk, hogy mely adatokat *hagyjuk ki* az elemzésünkéből³. Ez a választás szintén befolyásolhatja a kapott béta konkrét értékét. A gyakorlatban a legelterjedtebb a havi, illetve heti adatok választása.

Az időszak hosszának meghatározásánál szintén nincs könnyű feladata az elemzőnek. Nagyon rövid időszak esetében nem lehet egyszerre eleget tenni a *torzítatlanság* – azaz a viszonylag ritka idősor – és a *pontosság* – azaz a viszonylag sok adat – elvárásának. Túl hosszú időszak választása pedig azért nem javasolt, mert a vállalati béták időben *változóak*. Így nagyon hosszú elemzési időszak választása esetén a jelenlegi béta becslése helyett csupán egy historikus átlagot fogunk kapni. A gyakorlatban az öt éves időtáv választása a legelterjedtebb, de vannak, akik két éves periódussal dolgoznak.

A kockázatmentes befektetésnek tipikusan államkötvényeket szokás választani. A kockázatmentes befektetés időtávjának meghatározásakor alapszabályként a *befektetési időhorizontot* kell választani. Copeland és szerzőtársai (1999) tíz éves időtávot javasol, elsősorban azért, mert az amerikai részvényportfoliók átlagideje is nagyjából ennyi.

A piaci portfólió választásakor leginkább a *hazai részvényindex* – Magyarországon a BUX, az USA-ban a S&P500 vagy a DJIA – mellett szokás dönteni, bár mostanában egyre többen voksoznak nemzetközi indexek mellett – mint például az MSCI World.

A regressziót általában a *kockázati prémiumokra* írják fel, mint ahogy azt a hivatalos CAPM egyenlete is mondja, de egyes elemzők ugyanezt a hozamokra teszik meg. A prémiumnál természetesen a kockázatmentesnek választott eszköz hozama feletti többlethozamot kell kiszámítaniunk, ügyelve arra, hogy nem csak az eszköz típusának, hanem a lejáratnak is meg kell egyeznie.

3. A kutatás célja, adatok

A kutatásom célja az volt, hogy megvizsgáljam, hogy a gyakorlatban használt megoldások közül melyek adják a legjobb, *legpontosabb* modellt a hazai tőkepiacon a befektetések hozamának meghatározására.

E célból 1999.01.01 és 2004.06.30 közötti tőzsdei árfolyam-adatokat vizsgáltam arra a 27 részvényre, melyek ezen időszak nagy részében be voltak vezetve a Budapesti Értéktőzsdére. E 27 részvény a következő volt (zárójelben a dolgozatban használt rövid nevek találhatók):

- Antenna Hungária (AH)
- BorsodChem (BCHEM)
- Brau Union (BRAU)
- Danubius Hotels (DANUBIUS)
- DÉDÁSZ (DEDÁSZ)

³ Azaz például a hét vagy a hónap mely napjai maradjanak az adatbázisban.

- DÉMÁSZ (DEMASZ)
- ÉDÁSZ (EDASZ)
- EGIS (EGIS)
- ELMŰ (ELMU)
- ÉMÁSZ (EMASZ)
- FOTEX (FOTEX)
- GLOBUS (GLOBUS)
- Inter-Európa Bank (IEB)
- MATÁV (MATAV)
- Mezőgép (MEZO)
- MOL (MOL)
- NABI (NABI)
- OTP Bank (OTP)
- PannonFlax (PFALX)
- PannonPlast (PPLAST)
- RÁBA (RABA)
- RICHTER Gedcon (RICHTER)
- Synergon (SYNER)
- TITÁSZ (TITASZ)
- TVK (TVK)
- Zalakerámia (ZALA)
- ZWACK (ZWACK)

Az elemzéshez az árfolyam-adatokat a www.portfolio.hu, illetve a www.bet.hu honlapokról töltöttem le. Ezek alapján kalkuláltam a megfelelő időszakokra a logaritmikus forinthatamokat.

A piaci portfóliót a BUX, a S&P500, illetve az MSCI World reprezentálta. A kockázatmentes hozamot a hozamperiódustól függően az overnight, az egy hetes, illetve az egy hónapos bankközi kamatláb reprezentálta. Ezeket az adatokat a www.mnb.hu honlapról töltöttem le.

4. A kutatás eredményei

Elsőként azt vizsgáltam, hogy a gyakorlatban legelterjedtebb, 5 éves időtáv mellett az adatsűrűség változtatása, illetve havi adatsűrűség mellett az időtáv kis mértékű megváltoztatása van-e hatással, és ha igen, akkor milyennel az egyes részvények bétájára, valamint a CAPM modell időszaki hozamokat magyarázó erejére.

Ehhez az 1999.01.01 és a 2003.12.31, illetve a 2000.01.01 és 2003.12.31 közötti időszakok napi, heti, valamint havi *logaritmikus* forinthatamai alapján írtam fel a CAPM egyenletét az egyes részvényekre. Az eredményeket foglalja össze az 1. táblázat.

1. táblázat. Egyedi részvénybéták és az ezekkel felírt egyfaktoros modellek magyarázó ereje

Részvény	Havi adatok, 1999–2003		Havi adatok, 2000–2003		Heti adatok, 1999–2003		Napi adatok, 1999–2003	
	Béta	R ²	Béta	R ²	Béta	R ²	Béta	R ²
AH	1,22	35,80%	1,44	38,66%	0,77	11,65%	0,63	8,93%
BCHEM	0,83	22,27%	0,71	14,08%	0,75	21,01%	0,77	20,42%
BRAU	0,37	3,50%	0,37	2,64%	0,15	0,52%	0,04	0,03%
DANUBIUS	0,51	13,75%	0,53	12,10%	0,39	8,16%	0,52	10,40%
DEDASZ	0,40	7,64%	0,61	13,95%	0,08	0,18%	0,07	0,13%
DEMASZ	0,40	13,39%	0,46	13,55%	0,46	15,13%	0,40	11,77%
EDASZ	0,36	5,05%	0,46	6,30%	0,20	1,28%	0,09	0,21%
EGIS	1,02	32,32%	1,02	28,91%	0,80	20,08%	0,68	17,22%
ELMU	0,31	5,94%	0,49	10,62%	0,05	0,10%	0,14	0,65%
EMASZ	0,13	1,72%	0,26	7,47%	0,19	3,53%	0,29	4,64%
FOTEX	0,83	11,12%	1,03	12,51%	0,74	12,18%	0,65	11,05%
GLOBUS	0,34	6,50%	0,36	8,58%	0,23	2,31%	0,45	4,67%
IEB	0,28	2,82%	0,24	1,81%	0,23	2,39%	0,21	1,61%
MATAV	1,28	71,42%	1,46	75,17%	1,25	63,73%	1,12	60,57%
MEZO	0,54	15,92%	0,52	15,24%	0,48	10,05%	0,49	8,45%
MOL	0,91	52,19%	0,97	51,68%	0,86	42,43%	0,91	49,86%
NABI	0,50	10,97%	0,44	8,68%	0,56	14,89%	0,49	11,61%
OTP	1,00	66,55%	0,96	62,67%	1,04	65,28%	1,15	66,36%
PFLAX	0,76	13,21%	0,71	10,47%	0,59	3,13%	0,36	0,94%
PPLAST	0,81	34,31%	0,58	21,02%	0,88	21,57%	0,75	17,40%
RABA	0,39	10,54%	0,49	18,93%	0,43	8,84%	0,64	17,31%
RICHTER	0,97	52,22%	0,69	38,99%	1,18	55,40%	1,04	44,28%
SYNER	1,27	22,07%	1,48	25,93%	0,99	15,08%	0,71	10,45%
TITASZ	0,10	1,29%	0,09	1,11%	0,05	0,16%	0,09	0,33%
TVK	0,93	24,63%	0,81	16,56%	0,60	12,50%	0,77	16,24%
ZALA	0,76	23,79%	0,82	26,86%	0,68	17,67%	0,56	11,91%
ZWACK	0,33	14,93%	0,23	6,80%	0,22	5,39%	0,17	2,03%

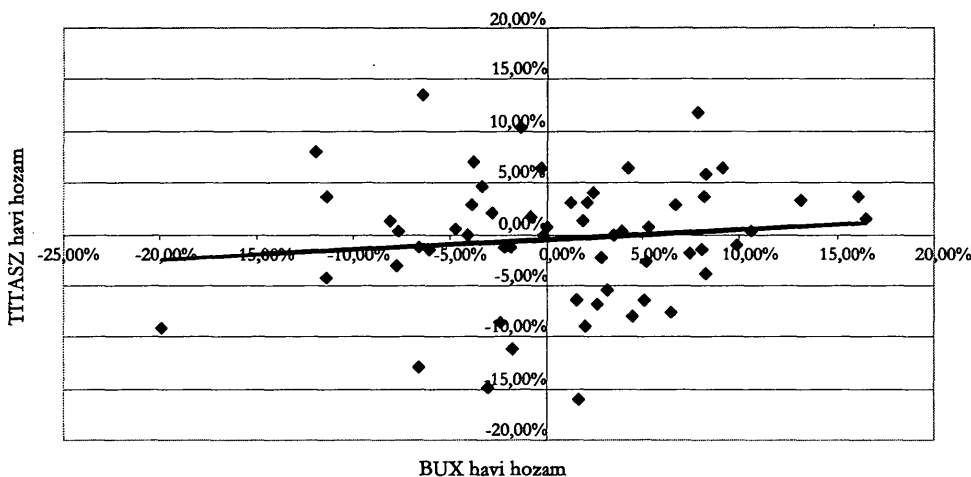
Forrás: A szerző saját számításai

Jól látható, hogy a becsült béta értéke függ mind az időszak megválasztásától, mind pedig az adatok gyakoriságától. A táblázatban megfigyelhető az az elmélet alapján már várt tendencia, hogy az adatok gyakoriságának növelésével a béták nulla felé mozdulnak el. Havi adatokkal számolva a papírok átlagos bétája 0,68 volt, heti adatokkal 0,55, napi adatokkal pedig 0,52. Az is összhangban van az elmélettel, hogy ez a tendencia elsősorban a kisebb cégek esetében erősebb.

Ennél is lényegesebb azonban, hogy a modellek magyarázó ereje a legnagyobb részvényeket leszámítva meglehetősen *alacsony*⁴. Azaz a CAPM még a becslési időszakra sem igazán tudja indokolni az időszakon belüli hozam-ingadozásokat.

Hogy a modell magyarázó ereje valóban nem túl erős, látható az 1. ábrán is. Mint a 3. táblázat is mutatta, a TITÁSZ esetében az R^2 mindössze 1,29%. Az ábráról ennek jelentését szemléletesen is leolvashatjuk. A piaci hozam alakulása lényegében semmit nem segít annak meghatározásában, hogy mennyit változott az áramszolgáltató papír értéke.

1. ábra. A TITÁSZ bétájának magyarázó ereje



Megjegyzés: a pontok a tényleges realizációkat, az egyenes pedig a CAPM egyenesét mutatja

Forrás: Saját szerkesztés.

Még megdöbbentőbb eredményt kaptam, amikor a béta és a hozamok közötti összefüggést *portfóiókra* vizsgáltam. A 27 vizsgált részvényt 9 három elemű portfólióba rendeztem, majd havi hozamokkal dolgozva kiszámoltam az 1999 és 2003 közötti öt éves időszakra e portfóliók bétáit és átlagos havi hozamait. A portfóliók összetételét, átlagos bétáját és havi hozamát mutatja a 2. táblázat, a béták és a hozamok közötti összefüggést pedig a 2. ábra.

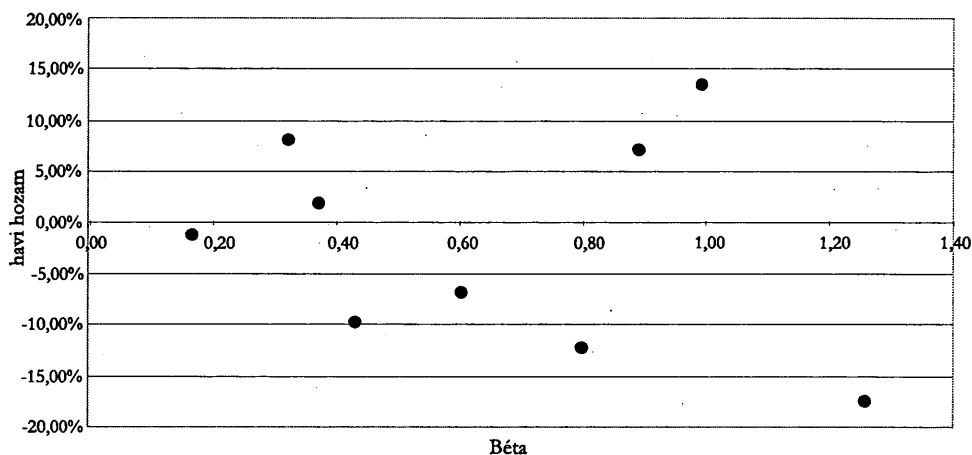
⁴ Mely részvények esetében azonban a kapcsolat erősségét az okozza, hogy az adott értékpapír komoly súllyal tagja a BUX indexnek.

2. táblázat. Portfóliók bétái és hozamai, béta szerint rendezve

No.	Összetétel	Béta	Hozam
1	TITASZ, EMASZ, IEB	0,17	-0,13%
2	ELMU, ZWACK, GLOBUS	0,33	0,81%
3	EDASZ, BRAU, RABA	0,37	0,20%
4	DEDASZ, DEMASZ, NABI	0,43	-0,98%
5	DANUBIUS, MEZO, ZALA	0,60	-0,69%
6	PFLAX, PPLAST, FOTEX	0,80	-1,22%
7	BCHEM, MOL, TVK	0,89	0,72%
8	RICHTER, OTP, EGIS	0,99	1,36%
9	AH, SYNER, MATAV	1,26	-1,75%

Forrás: A szerző saját számításai

2. ábra. Portfólió béták és hozamok közötti összefüggés



Forrás: Saját szerkesztés

Mint látható, gyakorlatilag semmilyen összefüggés nem tapasztalható a portfóliók bétái és a vizsgált öt éves időszak alatt produkált hozamok között. Azaz a portfólió béták és realizált hozamok között lényegében nem mutatható ki statisztikai kapcsolat. Ezt támasztja alá a mindössze 4,25%-os R^2 is.

Természetesen vetődik fel a kérdés, hogy vajon alkalmazható-e a CAPM a gyakorlatban akkor, ha a fenti statisztikák ennyire kevésbé meggyőzőek? Meglepő módon erre a kérdésre nem lehet a fentiek alapján tagadó választ adni. A gyakorlatban ugyanis a CAPM-et a jövőbeli hozam megbecslésére használják, nem pedig a múltbeli hozam magyarázatára. A kérdés megválaszolásához tehát a modell adta *előrejelzéseket* kell vizsgálnunk. Ezt tesszük a következőkben.

Ezt a vizsgálatot többféle piaci portfólióval, időtávval és adatsűrűséggel is elvégeztem. Piaci portfólió gyanánt a BUX mellett a hazai kutatásoknak megfelelően az S&P500, illetve az MSCI World indexet is bevontam a vizsgálat körébe. A béta becsléséhez fel-

használt időszak hosszát 1 hónapnak, 1 évnél, 2 évnél, illetve 3 évnél választottam. Végül e modelleket napi, heti és havi hozamokkal is kiszámítottam mind a 27 részvényre⁵.

A hozamok becslése úgy történt, hogy minden részvényre és minden vizsgált időpontra kiszámítottam a vizsgált részvény, illetve a választott piaci portfólió meghatározott hozamait az adott elmúlt 1 hónapra, illetve 1, 2, vagy 3 évre. Ezután ezen adatok alapján regressziót becsülve kalkuláltam az adott időponthoz tartozó becsléshez a bétát. Végül pedig ezzel a bétával, az adott időpontban a hozamszámítás időszakának megfelelő lejáratra vonatkozó bankközi kamatlábbal mint kockázatmentes kamattal, és a következő időszak piaci portfólió-hozamával a CAPM egyenlete alapján számítottam ki a becsült hozamot. A következő időpontra újra számítottam a bétát és a többi paramétert egy időszakkal csúsztatott adatok alapján.

Az így kapott 30 modell⁶ összehasonlítására két mutatót használtam. Egyrészt a becsült valamint a tényleges hozamok közötti *korrelációt*, melyet mind a 27 részvényre kiszámítottam, majd a 27 érték átlagát rendeltem az adott modellhez. Másrészt pedig a *becslési hiba* egy mértékét; itt a becslés átlagos négyzetes hibájának a gyökét a részvények közötti összehasonlíthatóság végett elosztottam az adott papír adott becslési időszakra számított, egy periódusra vonatkozó átlagos hozamával, melyet szintén átlagoltam a vizsgált 27 papírra. Az egyes modellek statisztikáit mutatja a 3. és a 4. táblázat.

3. táblázat. A vizsgált 30 modell által becsült hozamok és a tényleges hozamok korrelációi

	Napi			Heti			Havi		
	BUX	SP&500	MSCI	BUX	S&P500	MSCI	BUX	S&P500	MSCI
1 hónap	0,2680	0,0412	0,0849						
1 év	0,2703	0,0624	0,1108	0,2875	0,0784	0,1205	0,3232	0,1151	0,1283
2 év	0,2540	0,0708	0,1133	0,2867	0,1060	0,1525	0,3299	0,1056	0,1319
3 év	0,2312	0,0420	0,0712	0,2632	0,0417	0,0744	0,3215	0,0627	0,0856

Forrás: A szerző saját számításai

4. táblázat. A vizsgált 30 modell által becsült hozamok átlagos relatív hibái

	Napi			Heti			Havi		
	BUX	SP&500	MSCI	BUX	S&P500	MSCI	BUX	S&P500	MSCI
1 hónap	1,7914	1,9244	1,9087						
1 év	2,6154	2,7387	2,7207	3,0556	3,2194	3,2006	2,3512	2,5522	2,5502
2 év	4,1073	4,2618	4,2447	3,6779	3,8785	3,8459	3,3311	3,6836	3,6616
3 év	4,1388	4,5418	4,5309	2,5850	2,9741	2,9569	3,0422	3,9554	4,0357

Forrás: A szerző saját számításai

⁵ A becslés statisztikai megbízhatósága érdekében természetesen az 1 hónapos becslési időszak esetében csak napi hozamokkal számoltam, heti és havi hozamokkal nem.

⁶ A 3 piaci portfólió (BUX, S&P500, MSCI World), 3 hozamperiódus (nap, hét, hónap), illetve 4 időtáv (1 hónap, 1 év, 2 év, 3 év) összesen $3 \times 3 \times 4 = 36$ modellt határozna meg, de fentebb említett statisztikai okok miatt 1 hónapos időtávra sem heti, sem pedig havi hozamperiódussal nem dolgoztam, ami összesen 6-tal csökkentette a felírt modellek számát.

E két táblázat meglehetősen beszédes. Minden időtáv és hozamperiódus mellett egyértelműen a legjobb mind korreláció, mind pedig átlagos relatív hiba alapján a BUX, mint piaci hozam alapján számolt modell⁷. 29 esetben mindkét mutató alapján jobb eredményt adott az MSCI World alapján felírt modell, mint a S&P500 alapján felírt, egyedül a 3 éves havi hozamokkal kalkulált esetben jobb egy kicsivel az utóbbi átlagos relatív hibája, de a korreláció alapján ez esetben is ez előbbi modell a pontosabb. Elmondható tehát, hogy előrejelzési célból a hazai tőkepiacon a BUX megfelelőbb választás piaci portfóliónak, mint a másik két index. Ha pedig mindenképpen nemzetközi indexet szeretnénk választani, akkor az MSCI World adja a jobb becsléseket.

A hozamperiódus választása tekintetében elmondható, hogy általában mind korreláció, mind pedig becslési hiba tekintetében jobb eredményt ad a hosszabb periódus választása. Ez alapján előrejelzési célból a hazai tőkepiacon *havi* hozamok alkalmazása tűnik a legjobb döntésnek.

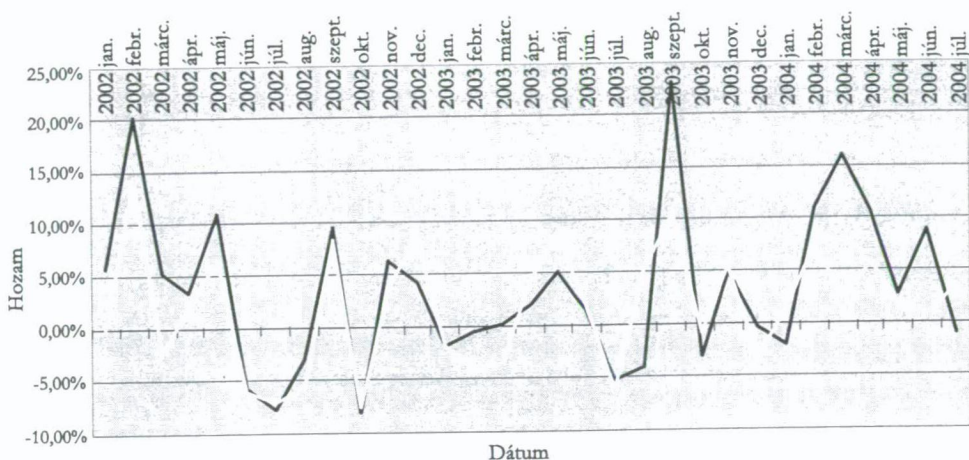
Végül a becslési időtáv esetében már kicsit komplexebb a kép. Az egy hónapos becslési periódus nem tűnik jónak a korrelációk alapján, azonban a becslési hibák itt a legkisebbek az összes modell között. A korrelációk alapján a *két éves* időtáv választása tűnik a legjobbnak majdnem minden esetben, a becslési hiba szerint pedig az egy hónapos, majd pedig az egy éves időtáv adja a legjobb értékeket.

Az összes modell tekintetében pedig előrejelzési célból legjobb döntésnek egy BUX alapján havi hozamokkal számolt, egy vagy két éves időtávval dolgozó modell látszik.

E modellek előrejelző ereje természetesen egyedi részvényekre vizsgálva is eltérő. Bár a dolgozat kereteit meghaladná az eredmények részletes tárgyalása, azt kiemelném, hogy a BUX-ban nagyobb súllyal szereplő papírok esetében – a várakozásoknak megfelelően – a modellek általában jóval jobban teljesítettek, mint a kisebb papírookra. Ezt a tényt két kiválasztott részvényre mutatja a 3. és 4. ábra. Mindkettőnél a BUX játszotta a piaci portfólió szerepét, havi hozamokkal dolgoztam, és a becslés időtávja 3 év volt.

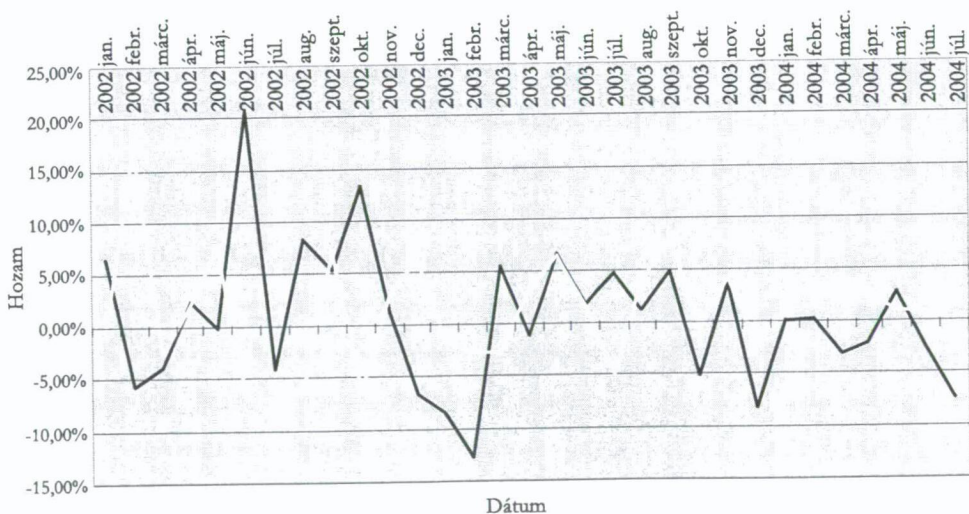
⁷ A BUX jobb eredményét – Juhász Péter felvetésének megfelelően – részben az is okozta, hogy a hazai részvényindex változása összetétele okán erős kapcsolatban van egyes részvények hozam-alakulásával. Jelen esetben azonban – mivel a vizsgált értékeket a 27 részvényre kiszámolt érték súlyozatlan számtani átlagával kaptuk, és mivel egy BUX-ban szereplő részvény kihagyása a piaci indexből kettejük korrelációját pontosan a papír BUX-beli súlyával csökkentené, ami a 27 részvényre együttesen pont 100%-ot tesz ki – az a tény, hogy a BUX a vizsgált papírok portfóliójaként áll elő, az átlagos korrelációt mindössze 1/27-el, azaz 0,037-el emeli. A BUX korrelációja azonban átlagosan 0,2-vel maga-sabb, mint a többi indexé, így a BUX esetleges korrekciója a fenti eredményeken nem változtatna.

3. ábra. Az OTP tényleges és becsült hozama



Megjegyzés: a fekete grafikon a tényleges, a fehér pedig a becsült hozamokat mutatja
 Forrás: Saját szerkesztés

4. ábra. A TVK tényleges és becsült hozama

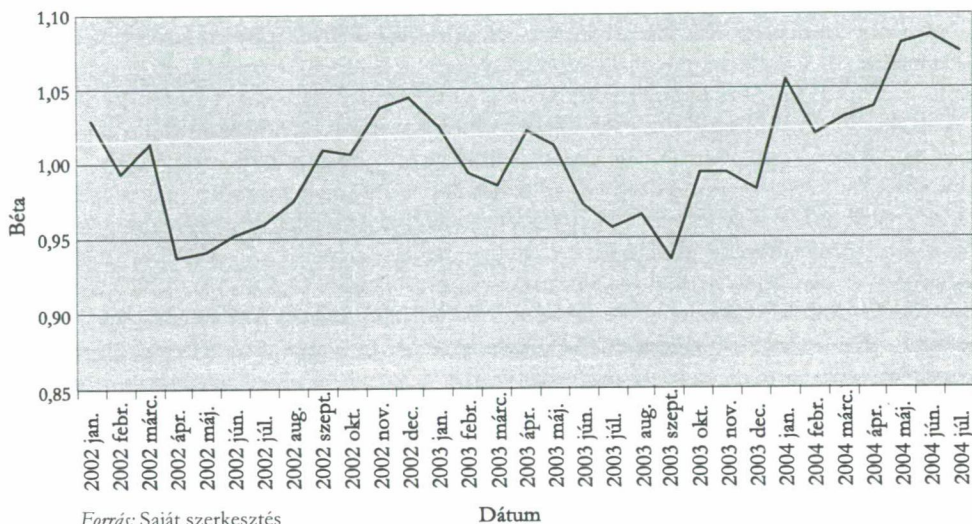


Megjegyzés: a fekete grafikon a tényleges, a fehér pedig a becsült hozamokat mutatja
 Forrás: Saját szerkesztés

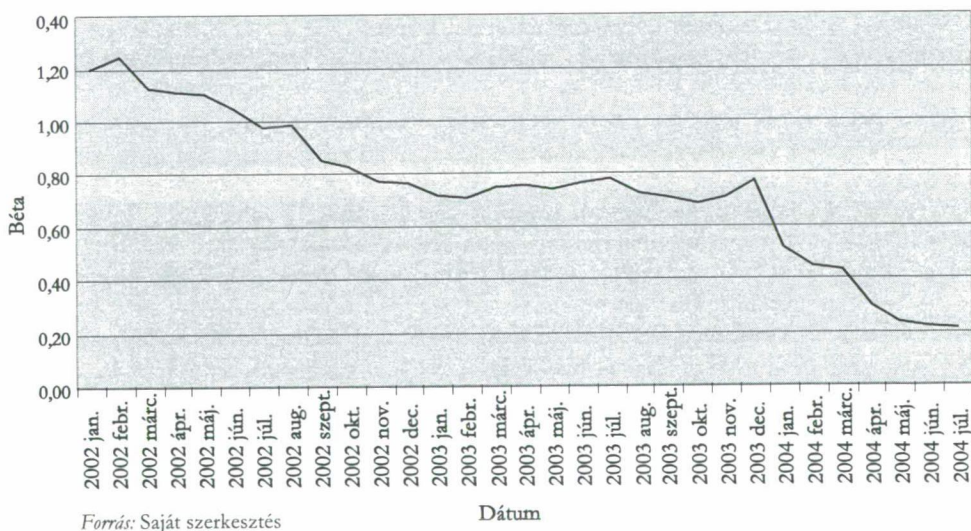
Mint a két ábra mutatja, az OTP esetében az előrejelzés sokkal jobb, mint a TVK-nál. Ennek okait kutatva az adatok mélyebb elemzése azt adta, hogy a BUX-on belül képviselt súlyon túl van egy másik komoly különbség a két papír között. Amíg a vizsgált időszakra az OTP bétája viszonylag stabilan 1 körül alakult, addig a TVK bétája folyamatosan és jelen-

tősen csökkent. Ezt a tényt mutatja az 5. és a 6. ábra. Így a múltbeli adatok alapján történő becslés természetesen sokkal megbízhatatlanabb lesz a második papír esetében⁸.

5. ábra. Az OTP bétájának alakulása a vizsgált időszakon



6. ábra. A TVK bétájának alakulása a vizsgált időszakon



⁸ A 6. ábrán látható, hogy a TVK folyamatosan változáson ment keresztül a vizsgált időszakban. Ez alapján is nyilvánvaló, hogy túlságosan hosszú becslési horizont alkalmazása a változások lassú lereagálása okán rontja az előrejelzések pontosságát. Amennyiben a béta nem fokozatosan, hanem egyszeri sokk következtében hirtelen változna meg – mint ahogyan azt Lublóy Ágnes kérdésében felvetette –, úgy a becslési horizontot ennek megfelelően kellene módosítani. Egyszeri sokkok jelenlétét Chow-tesztel mutathatjuk ki.

5. Összegzés

Dolgozatomban a CAPM hazai gyakorlati alkalmazhatóságát vizsgáltam. 27 részvény 1999.01.01 és 2004.06.30 közötti adatait elemezve arra a megállapításra jutottam, hogy a BUX-ban nagy súllyal szereplő részvények kivételével a CAPM nem igazán magyarázza jól sem az egyedi részvények, sem pedig vizsgált a portfóliók hozamában tapasztalható ingadozásokat.

A modell paramétereinek meghatározásakor mind magyarázó erő, mind pedig előrejelzés szempontjából a legjobb választásnak a havi hozamok alkalmazása adódott. Előrejelzési célból piaci portfóliónak a BUX a legalkalmasabb, a nemzetközi portfóliók között pedig az MSCI World dominálta a S&P500-at. A becslési időtáv esetében a kép nem egyértelmű, de a vizsgált értékek közül általában a két éves időszak adta a legjobb előrejelzéseket.

A kutatás eredményeinek továbbvitelére több lehetőség is látok. Vizsgálni lehetne egyrészt hosszabb időtávokat, valamint más piaci portfóliókat is. A második szakaszban vizsgált 30 modell magyarázó erejét is tanulmányozni lehetne az első szakaszban alkalmazott módon. Végül ezeket az eredményeket össze lehetne vetni alternatív tőkekölség-becslési modellek – elsősorban az APT – eredményeivel.

Felhasznált irodalom

- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. 1996: *Befektetések*. Tanszék Kft, Budapest.
- Brealy, R. – Myers, S. C. 1998: *Modern Vállalati Pénzügyek*. Panem–McGraw–Hill, Budapest.
- Campbell, J. Y. – Lo, A. W. – MacKinlay, A. C. 1997: *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. 1999: *Vállalatértékelés*. Panem–John Wiley & Sons, Budapest.
- Dimson, E. 1979: Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 7, 197–226. o.
- Lintner, J. 1965: The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economic Statistics*, február, 13–37. o.
- Mossin, J. 1966: Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34, 4, 768–83. o.
- Sebestyén, G. 2004: Nemzetközi tőkekölség. In: Fazakas G. (szerk.): *Vállalati pénzügyi döntések*. Tanszék Kft., Budapest.
- Sharpe, W. E. 1964: Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19, 425–442. o.
- Treynor, J. L. 1961: Toward a theory of market value of risky assets. (Nem publikált.) In: Korajczyk, R. A. (szerk.) 1999: *Asset Pricing and Portfolio Performance: Models, Strategy and Performance Metrics*. Risk Books, London, 15–22. o.
- Wright, S. – Mason, R. – Miles, D. 2003: *A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K.*
<http://www.ms.ic.ac.uk/dkmiles/The%20final%20report.pdf>.

Részvényárfolyam-modellezés alfa-stabilis Levy-folyamatok segítségével

Véber Miklós*

A tanulmányban egy olyan modellosztályt mutatunk be, amely a hagyományosan alkalmazott modelleknél alkalmasabb a relatív gyakran megfigyelt hektikus piaci mozgások leírására. Közismerten a részvényárfolyamok sztochasztikus viselkedése nem mindig modellezhető megfelelően a standard Brown-mozgással. Az alfa-stabilis Levy-folyamatok használata egy lehetséges eszköz lehet a probléma kezelésére, mivel ezen eloszlásoknak nem létezik már a második momentuma sem, így nagyobb valószínűséggel vesznek fel szélsőségesen nagy értékeket, mint a standard Brown-mozgás.

Az alfa-stabilis eloszlások sajátosságait figyelembe véve bemutatunk egy új modellosztályt, valamint rámutatunk a modell becslhetőségének numerikus nehézségeire, illetve kitérünk a modell gyakorlati banki alkalmazhatóságára is.

Kulcsszavak: árfolyammodell, stabilis eloszlások, Levy-folyamat

1. Bevezetés

A tanulmány első részében röviden kitérünk arra, hogy miért is van szükségünk árfolyam-modellezésre, mit várunk el általában az árfolyammodellektől, milyen gyakorlati felhasználási területei vannak ezeknek. Ezek azért fontos kérdések, mert csak ezek ismeretében tudunk megítélni egy modellt olyan szempontból, hogy az megfelelő leíró erővel bír-e vagy sem.

A következőkben az első árfolyammodellekről, valamint ezek hibáiról esik szó. Megismerkedünk a legegyszerűbb általánosítási lehetőségekkel, melyek a modellhibák egy részét orvosolják ugyan, de számos problémára csupán a modell alapjaiban történő megváltoztatása nyújt megoldást. Számos változtatási lehetőség kínálkozik, mi ezek közül eggyel foglalkozunk részletesebben: a részvényárfolyam mozgását befolyásoló, ún. meghajtó folyamatot cseréljük le Brown-mozgásról egy alfa-stabilis Levy-folyamatra.

A legutolsó részben bemutatásra kerül az alfa-stabilis árfolyammodell, valamint ennek maximum likelihood (ML) módszerrel történő becslését vesszük tüzetesebben szemügyre. Ennek megvalósításához még kell ismerkednünk az alfa-stabilis eloszlások néhány tulajdonságával, majd a becslés numerikus nehézségeiről szólunk röviden. Legvégül szó esik az alfa-stabilis modell – az előző részekben leírásra kerülő – két felhasználási területen való alkalmazhatóságáról, valamint a modell melletti pro és kontra érvek kerülnek ismertetésre.

* Véber Miklós, kockázatkezelő, Raiffeisen Bank Rt.

Ezúton szeretnék köszönetet mondani dr. Michaletzky Györgynek a tanulmány mögött álló kutatásban nyújtott segítségéért.

2. Miért van szükség árfolyammodellekre?

A részvényárfolyamok matematikai modellezése bár sokszor kissé öncélú valószínűségelméleti játéknak tűnik, valójában nagy gyakorlati jelentőséggel bír. Egy megfelelő illeszkedést mutató árfolyammodellt alapvetően két területen lehet banki alkalmazásoknál felhasználni:

1. *Piaci (részvény)pozíció kitétségének vizsgálata során:* itt a feladat egy VaR jellegű mutató számítása, azaz első lépésben a pozíció értékének eloszlását kell meghatározni, majd ennek ismeretében egy egyszerű percentilis-számítással azt megállapítani, hogy x százalékos valószínűséggel legfeljebb mennyit veszíthetünk az adott pozícióban. Ezt a fajta kitétségvizsgálatot a bankok számára a Basel II.-es előírások is kötelezővé teszik, tehát ez alapvető fontossággal bír.
2. *Derivatív termékek árazása során:* bár ezen termékek piaca Magyarországon meglehetősen szűk, Amerikában aktívan zajlik az ezekkel való kereskedés. Ezek a határidős, opciós és egyéb pozíciók általában sokkal kockázatosabbak, mint az alaptermékből felépített pozíciók, így ezek árazása, valamint az ebből fakadó veszteség kockázata komoly veszélyt jelenthet a pozíció birtokosa számára.

Ahhoz, hogy a fenti két feladat megoldása megfelelő legyen, egy a valós árfolyamokhoz jól illeszkedő modellt kell választani. Megfelelő illeszkedés alatt a következők értendők:

- a modell a részvényárfolyam mozgásának trendjét kövesse;
- képes legyen az árfolyam értékében bekövetkező ugrásokat lekövetni;
- a derivatív termékeket jól árazza;
- és sok más egyéb szempontnak is megfeleljen, ám ezekről most nem ejtünk szót részletesebben.

3. A CRR modelltől az alfa-stabilis Levy-folyamatokig

Az egyik legelső és legegyszerűbb részvényárfolyam-modell a Cox–Ross–Rubinstein modell volt (Száz 1999, Musiela 1997), amelyben a részvényárfolyam (S) mozgása a következő alakot ölti:

$$S_{t+1} = S_t \cdot \zeta_t, \text{ ahol } \zeta_t \in \{u, d\} \text{ és } P(\zeta_t = u) = p = 1 - P(\zeta_t = d),$$

azaz a részvényárfolyam bármelyik időpillanatban két dolgot tehet:

- p valószínűséggel u -szorosára nő;
- $(1-p)$ valószínűséggel d -szeresére csökken.

A részvény mellett egy másik pénzügyi termék is megjelenik ebben a modellben, ez pedig egy kamatosan kamatozó kötvény, melynek árfolyama:

$$B_t = (1 + r)^t$$

Egy ilyen kéttermékes piacon a 2. részben említett mindkét alapeladat könnyen megoldható, ám ezek megoldására terjedelmi okokból nem térünk ki, viszont kiváló leírás található erről: (Száz 1999).

A CRR modell egyik legfőbb hiányossága, hogy a részvényárfolyam elmozdulása erősen korlátozott, hiszen két eset van csupán, vagy u-szorosára nő, vagy d-szeresére csökken. A valóság ennél sokkal bonyolultabb, az elmozdulások sokkal szélesebb skálán mozognak, gyakorlatilag bármilyen értéket felvehet a következő időszaki részvényárfolyam. A másik probléma a CRR modellel az, hogy diszkrét időpillanatokban, *egyenletes időközönként változik a részvényárfolyam*.

Ezen a két problémán segít a Black-Scholes modell (Black 1973). Alapvetően itt is egy kéttermékes piaccal állunk szemben, ahol a részvényárfolyam változását egy sztochasztikus, a kötvényárfolyamét pedig egy determinisztikus differenciálegyenlet írja le. A kötvényárfolyam a

$$dS_t = \mu S_t dt + \sigma S_t dW_t,$$

a részvényárfolyam pedig a

$$dB_t = rB_t dt$$

differenciálegyenletet elégíti ki, ahol W_t a standard Brown-mozgást (Wiener-folyamatot) jelöli. Mindkét egyenlet könnyen meg is oldató, a kötvényárfolyam t időpontbeli értéke:

$$B_t = B_0 \exp \{rt\},$$

a részvényárfolyamé pedig:

$$S_t = S_0 \exp \left\{ \sigma W_t + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) t \right\}$$

Ez utóbbi alapján egy részvénypozíció kitettségeinek becslése egyszerű feladat, mivel:

$$\sigma W_t + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) t \sim N \left(\left(\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right) t; \sigma^2 t \right),$$

ezért S_t eloszlása lognormális.

A különböző derivatív termékek árazása már bonyolultabb feladat, melyhez egy-két alapvető fogalom bevezetése szükséges. *Stratégia* alatt egy olyan $\Pi_t = (\beta_t; \gamma_t)$ függvénytárat értünk, ahol β_t jelöli a t . időpillanatban tartott kötvények, γ_t pedig a részvények számát. *Tőkefolyamaton* a pozíció aktuális piaci értékét értjük, azaz

$$X_t = \beta_t B_t + \gamma_t S_t.$$

Önfinanszírozó egy Π stratégia, ha folytonos kereskedést feltételezve sem tőkebe-pumpálásra, sem tőkeelvonásra nem kerül sor, azaz mindig annyi plusz részvényt vásárolunk (adunk el), amekkora bevétel a kötvényértékesítésből származott (amekkora összeg a kötvényvásárláshoz szükséges), azaz:

$$dX_t = \beta_t dB_t + \gamma_t dS_t.$$

Hedge-nek nevezünk egy olyan önfinanszírozó stratégiát, mely fix pénzüsszeggel indulva 1 valószínűséggel legalább akkora végső kifizetést nyújt, mint egy adott pénzügyi derivatív termék, azaz:

$$X_0^T = x \text{ és } X_T^T \geq f_T,$$

ahol f_T jelöli a derivatíva kifizetőfüggvényét. Például egy európai típusú vételi opció estén ez:

$$f_T = |S_T - K|_+$$

ahol K a kötési árfolyam; $|a|_+$ pedig 0, ha $a \leq 0$; különben pedig a .

Egy derivatíva *racionális ára* az a minimális kezdőtőke, amellyel indulva még létezik azt fedező hedge, azaz:

$$C_T(f_T) = \inf \{x > 0 : \text{létezik } \Pi_{f_T}\text{-hedge, hogy } X_0^x = x\}$$

Az európai vételi opció esetében ez az ár a Black–Scholes modell feltételei mellett a következő alakot ölti (részletes számolás: Shirayev 1994):

$$C_T = S_0 \Phi(y_1) - \frac{K}{B_T} \Phi(y_2)$$

ahol

$$y_{1,2} = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{K}\right) + \left(r \pm \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

A Black–Scholes modell bár könnyen kezelhető módon írja le mind a részvényárfolyam, mind a kötvényárfolyam mozgását, olyan feltételezésekkel él, amelyek a valóságban nem teljesülnek. Ezek a következők:

- a részvényárfolyam fejlődésében egy állandó $\exp\{\mu t\}$ trend van;
- állandó a volatilitás (σ);
- a részvényárfolyam elmozdulása nem függ az előző időszak értékétől;
- a spot kamatláb állandó (r).

Ezek a megállapítások még jobban láthatóak, ha a részvényárfolyamot $S_t = \exp\{\xi_t\}$ alakban képzeljük el és az Ito formula segítségével (Liptser 1977) ξ_t -re írjuk fel a sztochasztikus differenciálegyenletet:

$$d\xi_t = \left[\mu - \frac{\sigma^2}{2} \right] dt + \sigma dW_t$$

A Black–Scholes modell ezen hiányosságait orvosolja egy olyan általánosabb modell, ahol ξ_t a következő differenciálegyenletet elégíti ki:

$$d\xi_t = [\lambda(t)\xi_t + \mu(t)]dt + \sigma(t)dW_t$$

ahol $\lambda(t)$, $\mu(t)$, $\sigma(t)$ determinisztikus függvények, $\lambda(t)$ adja a modell autoregresszív jellegét, $\mu(t)$ a trendet, $\sigma(t)$ pedig a változó volatilitásról gondoskodik. A kötvényárfolyam alakulását szintén egy változó, de determinisztikus spot kamatláb írja le:

$$dB_t = r(t)B_t dt$$

amiből:

$$B_t = B_0 \exp \left\{ \int_0^t r(s) ds \right\}.$$

A részvényárfolyam logaritmusát leíró sztochasztikus differenciálegyenlet szintén megoldható (Arnold 1984):

$$\xi_t = \Psi(t) \left[\xi_0 + \int_0^t \Psi^{-1}(s) \mu(s) ds + \int_0^t \Psi^{-1}(s) \sigma(s) dL_a(s) \right]$$

ahol $\Psi(t)$ a

$$\dot{\Psi}(t) = \lambda(t) \Psi(t) \quad \Psi(0) = 1$$

közönséges differenciálegyenlet megoldása. Ebből látható az is, hogy ξ_t eloszlása normális, így S_t eloszlása lognormális lesz, azaz egy részvénytulajdonosi kitettsége könnyen számítható ebben az általánosabb modellben is.

A derivatív termékek árazása sem sokkal bonyolultabb, egy egyszerű európai típusú vételi opció ára (Véber 2001):

$$C_T = S_0 \Phi(\gamma_1) - \frac{K}{B_T} \Phi(\gamma_2)$$

ahol

$$\gamma_{1,2} = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{K}\right) \pm \frac{\nu}{2} + \varphi}{\sqrt{\nu}} \quad \nu = \int_0^t \sigma^2(s) ds \quad \varphi = \int_0^t r(s) ds.$$

Láthatóan a $\mu(t)$, illetve $\lambda(t)$ függvények semmilyen szerepet nem játszanak az opció árában, az csupán a részvényárfolyam volatilitásától függ.

Akármilyen (kellően sima) $\sigma(t)$ függvényt választunk is, egyrészt a részvényárfolyam eloszlása lognormális marad, másrészt a modell nem lesz képes olyan ugrásokat, olyan kaotikus viselkedést produkálni, mint amilyen hektikus ingadozások a valóságban a részvényárfolyamban bekövetkeznek. Ahhoz, hogy a modell ezt le tudja követni, a folyamatot kell lecserélni Brown-mozgásról valami más, kaotikusabb viselkedést mutató folyamatra. A szakirodalomban a lehetőségek széles spektrumát megtalálhatjuk ennek a problémának a kezelésére, mi a továbbiakban ezek közül egy lehetséges megoldást, az alfa-stabilis Levy-folyamatok alkalmazását vizsgáljuk meg részletesebben.

4. Az alfa-stabilis árfolyammodell

A jobb érthetőség kedvéért mielőtt az alfa-stabilis árfolyammodell ismertetésébe belekezdenénk, egy pár szót szólnunk az alfa-stabilis Levy-folyamatokról. Ezek olyan sztochasztikus folyamatok, amik:

- *független növekményűek*: azaz egy adott t időpillanatbeli értéktől nem függ az, hogy a folyamat hogyan fejlődik a t időpillanat után, vagy más szóval minden olyan információ tükröződik a folyamat t időpontbeli értékében, ami az adott időpillanatig rendelkezésre áll (tökéletes informáltság);
- *stacionárius növekményű*: azaz nincs törés a folyamatban, egy adott t időpillanat után ugyanúgy fejlődik tovább, mint egy másik s időpont után;
- a növekmények eloszlása *stabilis*.

- A stabilis eloszlások lényegében azok az eloszlások, amik határeloszlásként származtathatóak (pontos definíció: (Samorodnitsky 1994)), azaz sok kis apró véletlen hatás eredőjeként állnak elő. Bizonyítható, hogy ezek az eloszlások 4 paraméter segítségével könnyen leírhatóak, éppen ezért a következőkben ezzel a 4 paraméterrel jelöljük őket: $S_a(\sigma, \beta, \mu)$, ahol:
- a az ún. stabilitási index (vagy karakterisztikus kitevő), ami onnan kapta a nevét, hogy ugyanolyan stabilitási indexű független stabilis valószínűségi változók összege is stabilis lesz, továbbá az összegváltozó stabilitási indexe ugyanaz lesz, mint a tagoké, precízen:
-
- (1) Ha $X_i \sim S_a(\sigma_i, \beta_i, \mu_i)$ ($i = 1, 2$) független valószínűségi változók, akkor

$$X_1 + X_2 \sim S_a(\sigma, \beta, \mu),$$

ahol:

$$\sigma = (\sigma_1^a + \sigma_2^a)^{1/a} \quad \beta = \frac{\beta_1 \sigma_1^a + \beta_2 \sigma_2^a}{\sigma_1^a + \sigma_2^a} \quad \mu = \mu_1 + \mu_2$$

Ez a stabilitási index a $0 < a \leq 2$ tartományba esik, és amennyiben $a = 2$, akkor normális eloszlással van dolgunk.

- β ferdeségi mutató, amely $-1 \leq \beta \leq 1$ tartományban veszi fel értékeit;
- $\sigma > 0$ skálaparaméter, azaz:
 - (2a) $aS_a(\sigma, \beta, \mu) = S_a(|a|\sigma, \operatorname{sgn}(a)\beta, a\mu)$, ha $a \neq 1$
 - (2b) $aS_a(\sigma, \beta, \mu) = S_a\left(|a|\sigma, \operatorname{sgn}(a)\beta, a\mu - \frac{2}{\pi}a(\ln|a|)\sigma\beta\right)$, ha $a = 1$.
- $\mu \in \mathbb{R}$ eltolásparaméter, azaz:
 - (3) $S_a(\sigma, \beta, \mu) + a = S_a(\sigma, \beta, \mu + a)$.

Ezek az eloszlások, mivel sok véletlen hatás eredőjeként állnak elő, ezért nem a sűrűségfüggvényükkel, hanem a karakterisztikus függvényükkel írhatók le könnyen:

$$\exp\left\{-\sigma^a|\Theta|^a\left(1 - i\beta(\operatorname{sgn}\Theta)\tan\frac{\pi\alpha}{2}\right) + i\mu\Theta\right\} \quad \text{ha } a \neq 1$$

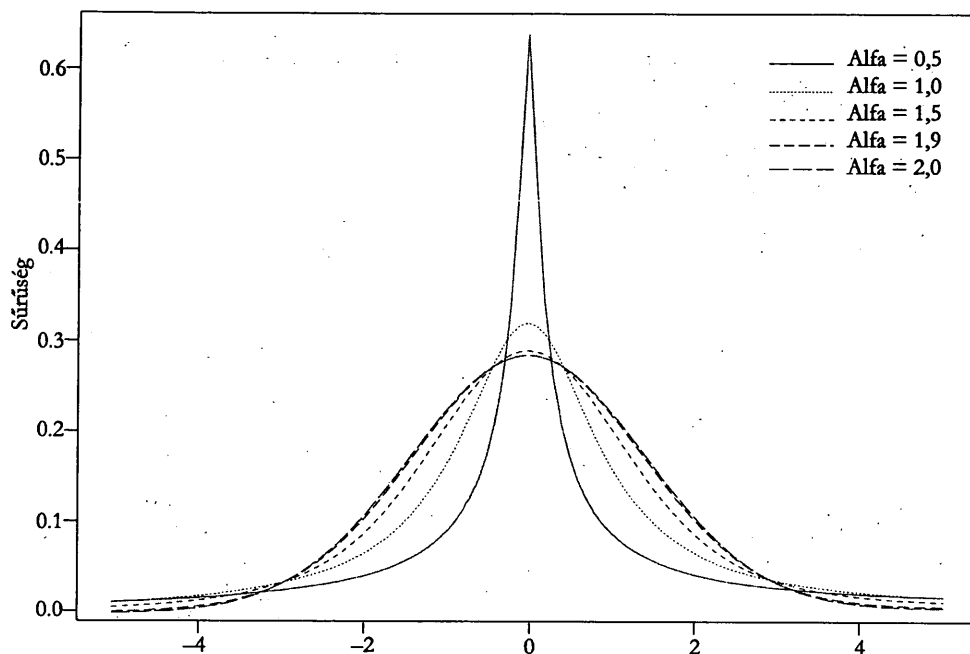
$$\exp\left\{-\sigma|\Theta|\left(1 + i\beta\frac{2}{\pi}(\operatorname{sgn}\Theta)\ln|\Theta|\right) + i\mu\Theta\right\} \quad \text{ha } a = 1$$

Zárt alakban előálló sűrűségfüggvény csak 4 speciális esetben van:

- normális eloszlás: $S_2(\sigma, 0, \mu)$
- Cauchy eloszlás: $S_1(\sigma, 0, \mu)$
- Levy eloszlás: $S_{1/2}(\sigma, 1, \mu)$
- elfajult (konstans) eloszlás: $S_a(0, 0, \mu)$

Az 1. ábra különböző a indexű szimmetrikus ($\beta = 0$) stabilis eloszlások sűrűségfüggvényét hasonlítja össze:

1. ábra. Szimmetrikus stabilis eloszlások sűrűségfüggvényei különböző alfa paraméterek mellett

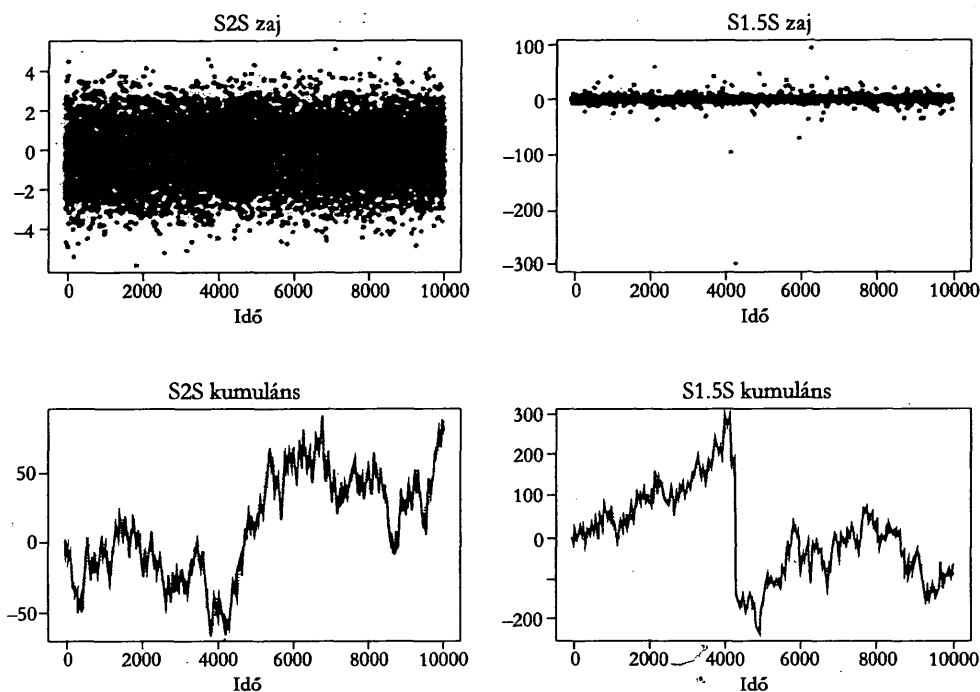


Forrás: Saját szerkesztés

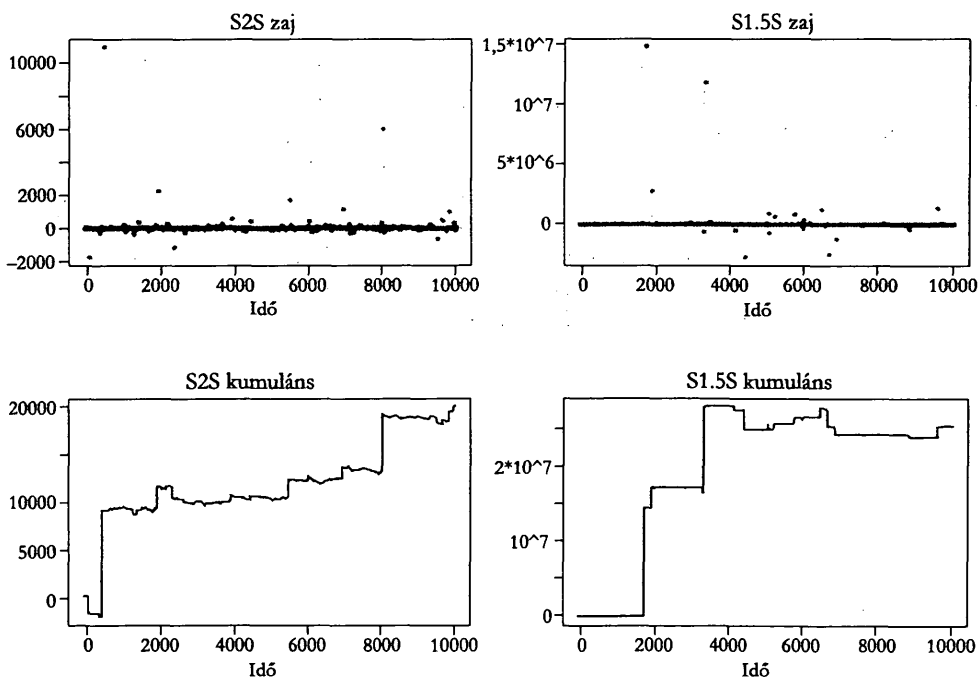
Jól láthatóan α minél kisebb, egyrészt annál csúcsosabb az eloszlás, másrészt annál jobban érvényesül a fat tail („vastag farok”) hatás, tehát annál nagyobb valószínűséggel vesz fel extrémisan nagy értékeket az eloszlás.

A modellünket meghajtó stabilis Levy-folyamatban a s -ből t időpontba való elmozduláskor növekmény eloszlása $S_\alpha(t-s, \beta, 0)$ lesz. Annak bemutatására, hogy α csökkenésével milyen mértékben tud kaotikussá válni ez a folyamat, tekintsük a következő illusztrációt. A 2. és 3. ábra 10 000 db $S_\alpha(1, 0, 0)$ független valószínűségi változót (alfa-stabilis zaj) mutat $\alpha = 2; 1,5; 1$, illetve $0,5$ esetekben, majd ezek kummuláltjaként az ezekből származtatott diszkrét alfa-stabilis Levy-folyamatot illusztrálja.

2. ábra. Szimmetrikus alfa-stabilis zaj és a kumuláns folyamat (alfa=2 és 1,5)



3. ábra. Szimmetrikus alfa-stabilis zaj és a kumuláns folyamat (alfa=1 és 0,5)



Míg $a = 2$ esetben a zaj nagyjából a $[-3;3]$ intervallumon belülre korlátozódik (normális eloszlásnál érvényesül a „six-sigma” elv), és ennek megfelelően a kumuláns folyamat sem lép ki a $[-10^2; 10^2]$ sávból, addig $a = 1/2$ esetben a zaj akár 10^7 nagyságrendű értéket is felvehet, óriási ugrásokat eredményezve a kumuláns folyamatban.

Ezen kis kitekintés után visszatérünk árfolyammodellünk bemutatására. A 3. részben ismertetett általánosított Black–Scholes modellből indulunk ki, csupán a meghajtó folyamatot cseréljük ki, azaz a részvényárfolyamat itt is $S_t = \exp \{ \xi_t \}$ alakban állítjuk elő, ahol ξ_t a következő sztochasztikus differenciálegyenletet elégíti ki:

$$d\xi_t = [\lambda(t)\xi_t + \mu(t)]dt + \sigma(t)dL_a(t)$$

ahol $L_a(t)$ egy alfa-stabilis Levy-folyamat.

A differenciálegyenlet (akárcsak az általánosított Black–Scholes modellnél) könnyen megoldható:

$$(4) \quad \xi_t = \Psi(t) \left[\xi_0 + \int_0^t \Psi^{-1}(s) \mu(s) ds + \int_0^t \Psi^{-1}(s) \sigma(s) dL_a(s) \right]$$

ahol $\Psi(t)$ ismételten a $\dot{\Psi}(t) = \lambda(t)\Psi(t)$; $\Psi(0) = 1$ differenciálegyenlet megoldása. A ξ_t folyamat megfigyelési időpontjai legyenek:

$$0 = t_0 < t_1 < \dots < t_n$$

Ezen időpontbeli megfigyelésekből szeretnénk a modell $\lambda(t)$, $\mu(t)$, $\sigma(t)$ függvényeit becsülni. Ehhez 3 dolgot kell tenni:

- lehetőleg minél kevesebb paraméterrel felparaméterezni a $\lambda(t)$, $\mu(t)$, $\sigma(t)$ függvényeket;
- ezen paraméterekkel felírni a megfigyelések együttes sűrűségfüggvényét;
- ezt a paraméterekben maximalizálva ML becslést adni magukra a paraméterekre.

Az első lépésnél (a függvények paraméterezésénél) rengeteg lehetőség áll az elemző előtt. Első körben érdemes konstans függvényeket vizsgálni, majd megpróbálkozni polinomokkal, exponenciális vagy trigonometrikus függvényekkel. Mivel a lehetőségek tárháza igencsak gazdag és területi okokból itt nem tudunk kitérni minden esetre, ezért a továbbiak folyamán ettől a paraméterezéstől eltekintünk és a $\lambda(t)$, $\mu(t)$, $\sigma(t)$ függvények segítségével általánosan írjuk fel az együttes sűrűségfüggvényt.

Jelölje:

$$\eta_1 = \xi_0 + \int_0^{t_1} \Psi^{-1}(s) \mu(s) ds + \int_0^{t_1} \Psi^{-1}(s) \sigma(s) dL_a(s)$$

$$\eta_k = \int_{t_{k-1}}^{t_k} \Psi^{-1}(s) \mu(s) ds + \int_{t_{k-1}}^{t_k} \Psi^{-1}(s) \sigma(s) dL_a(s) \quad 2 \leq k \leq n$$

Ekkor

$$\xi_{t_k} = \Psi(t_k) (\eta_1 + \eta_2 + \dots + \eta_k)$$

Az (1), (2a), (2b), (3) alaptulajdonságok felhasználásával egy alfa-stabilis integrál eloszlása könnyen meghatározható:

$$(5) \int_0^t f(s) dL_a(s) \sim \begin{cases} S_a \left(\left(\int_0^t f^\alpha(s) ds \right)^{1/a}, \beta, 0 \right) & \text{ha } a \neq 1 \\ S_1 \left(\int_0^t f(s) ds, \beta, -\frac{2\beta}{\pi} \int_0^t f(s) \ln f(s) ds \right) & \text{ha } a = 1 \end{cases}$$

Így egy egyszerű változó-transzformációval $a \neq 1$ esetben a $(\xi_{t_1}, \xi_{t_2}, \dots, \xi_{t_n})$ véletlen vektor sűrűségfüggvénye a (c_1, c_2, \dots, c_n) helyen:

$$\frac{1}{\Psi(t_1) \cdot \Psi(t_2) \cdot \dots \cdot \Psi(t_n)} f_{\eta_1} \left(\frac{c_1}{\Psi(t_1)} \right) f_{\eta_2} \left(\frac{c_2}{\Psi(t_2)} - \frac{c_1}{\Psi(t_1)} \right) f_{\eta_3} \left(\frac{c_3}{\Psi(t_3)} - \frac{c_2}{\Psi(t_2)} \right) \cdot \dots \\ \dots \cdot f_{\eta_n} \left(\frac{c_n}{\Psi(t_n)} - \frac{c_{n-1}}{\Psi(t_{n-1})} \right)$$

ahol f_{η_k} az η_k valószínűségi változó sűrűségfüggvénye.

Bevezetve a

$$\mu_1 = \xi_0 + \int_0^{t_1} \Psi^{-1}(s) \mu(s) ds, \quad \mu_k = \int_{t_{k-1}}^{t_k} \Psi^{-1}(s) \mu(s) ds, \quad 2 \leq k \leq n \\ \sigma_k = \left(\int_{t_{k-1}}^{t_k} (\Psi^{-1}(s) \sigma(s))^a ds \right)^{1/a}, \quad 1 \leq k \leq n$$

jelöléseket $\eta_k \sim S_a(\sigma_k, \beta, \mu_k)$ és $f_{\eta_k}(x) = \frac{1}{\sigma_k} f_a^\beta \left(\frac{x - \mu_k}{\sigma_k} \right)$ ahol f_a^β egy $S_a(1, \beta, 0)$ változó sűrűségfüggvénye, így a $(\xi_{t_1}, \xi_{t_2}, \dots, \xi_{t_n})$ véletlen vektor sűrűségfüggvénye a

$$\frac{1}{\Psi(t_1) \cdot \dots \cdot \Psi(t_n)} \cdot \frac{1}{\sigma_1} \cdot f_a^\beta \left(\frac{\frac{c_1}{\Psi(t_1)} - \mu_1}{\sigma_1} \right) \cdot \dots \cdot \frac{1}{\sigma_n} \cdot f_a^\beta \left(\frac{\frac{c_n}{\Psi(t_n)} - \frac{c_{n-1}}{\Psi(t_{n-1})} - \mu_n}{\sigma_n} \right)$$

alakot ölti.

$a = 1$ esetben hasonló számolással ugyanez a sűrűségfüggvény:

$$\frac{1}{\Psi(t_1) \cdot \dots \cdot \Psi(t_n)} \cdot \frac{1}{\sigma_1} \cdot f_1^\beta \left(\frac{\frac{c_1}{\Psi(t_1)} - \mu_1}{\sigma_1} - \frac{2\beta}{\pi} \ln \sigma_1 \right) \cdot \dots \cdot \frac{1}{\sigma_n} \cdot f_1^\beta \left(\frac{\frac{c_n}{\Psi(t_n)} - \frac{c_{n-1}}{\Psi(t_{n-1})} - \mu_n}{\sigma_n} - \frac{2\beta}{\pi} \ln \sigma_n \right)$$

Jól látható, hogy ezen függvények maximalizálása még konstans $\lambda(t)$, $\mu(t)$, $\sigma(t)$ függvények esetén is csupán numerikus módszerekkel kivitelezhető, hiszen a maximalizálandó kifejezésben benne maradt az \int_a^b függvény, amely maga is csak speciális esetekben áll elő zárt alakban, egyébként csupán numerikusan számolható. Amennyiben azonban a paraméterbecslés numerikus nehézségein túljutunk egy jól illeszkedő, kaotikus ugrásokat is leírni képes modellt kapunk. Ezzel a modellel egy részvénytőzsdai kitétettsége könnyen becsülhető, hiszen (4) és (5) összevetésével ξ eloszlása alfa-stabilis lesz, ahol a paraméterek is könnyen számíthatók. A derivatív termékek árazása már nehezebb feladat, területi okokból erre itt nem térünk ki, de a szakirodalomban erre is találhatók szép eredmények.

5. Összegzés

A bemutatott alfa-stabilis árfolyammodell egy elég széles modelleszaládot ölel fel, mely speciálisan a Black-Scholes modellt és annak általánosított formáját is magában foglalja. Területi okokból nem térünk ki konkrétabb modellezési eredményekre, a tanulmány célja inkább gondolatébresztés volt, rámutatva az alfa-stabilis modellek alkalmazásában rejlő lehetőségekre és veszélyekre.

Mindent összevetve a bemutatott modelleszalád előnye, hogy:

1. kaotikus piaci szcenáriók leírására kiválóan alkalmas;
2. az ugyanolyan kitevőjű α -stabilis eloszlások családjá zárt a konvolúcióra illetve a skálázásra, így a VaR becslés relatíve nem nehéz.

Az előnyök mellett persze számos hátrány is megemlítendő:

1. az előnyök kapcsán említésre került, hogy a VaR becslés csak relatíve nem nehéz. Azért csak relatíve van ez így, mivel ehhez először becsülni kell a modell paramétereit, amely során számos numerikus problémával kell megküzdenni;
2. a származékos termékek árazása komplikált;
3. túlságosan pesszimista képet ad.

Ami tehát a modell előnye, hogy kaotikus piaci szituációk leírására alkalmas, az kicsit a hátránya is. Szerencsére a valóság azért nem ennyire extrém, a piacok ritkán viselkednek annyira hektikusan, mint azt a modellünk indukálná. A gyakorlatban alig használnak 1,5-nél kisebb α -jú modellt, azt is inkább csak 3 esetben:

- tick-by-tick adatok elemzésekor;
- stressztesztek végzésekor („worst case scenario”-k leírására)
- gazdasági krízishelyzetek, extrémális események modellezésére.

Normál gazdasági környezetben és/vagy hosszú távú adatsorok esetén a Brown-mozgás által meghajtott modellek is kielégítő eredményt szolgáltatnak.

Felhasznált irodalom

- Arnold, L. 1984: *Sztochasztikus Differenciálegyenletek. Elmélet és Alkalmazás*. Műszaki Könyvkiadó, Budapest.
- Black, F. – Scholes, M. 1973: The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*. 81, 637–654. o.
- Liptser, R. S. – Shirayayev, A. N. 1977: *Statistics of Random Processes. I. General Theory*. Springer-Verlag, New York.
- Musiela, M. – Rutkowski, M. 1997: *Martingale Methods in Financial Modelling*. Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg.
- Samorodnitsky, G. – Taqqu, M. S. 1994: *Stable Non-Gaussian Random Processes. Stochastic Models with Infinite Variance*. Chapman & Hall, New York–London.
- Shiryayev, A. N. – Kabanov, Y. M. – Kramkov, O. D. – Melnikov, A. U. 1994: Toward the theory of pricing of options of both European and American types. II. Continuous time. *Theory of Probability and its Applications*. 39, 61–102. o.
- Száz J. 1999: *Tőzsdei Opciók Vételre és Eladásra*. Tanszék Kft., Budapest.
- Véber M. 2001: *Opcióárazás Lineáris Sztochasztikus Differenciálegyenletek Által Leírt Árfolyammodellekben*. Szakdolgozat, ELTE TTK, Valószínűségelméleti és Statisztika Tanszék.

Contributors

- Adél ANDRÁSSY*, Faculty of Economics, University of West Hungary, Sopron
- Mária AUGUSZTINOVICS*, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences (Budapest)
- Csaba BALOGH*, Corvinus University of Budapest (Királyhalmec)
- Iván BÉLYÁ CZ*, Department of Finance, Faculty of Business and Economics, University of Pécs
- Katalin BOTOS*, Institute of Finances and International Economic Relations, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged
- Stefan BRUNNHUBER*, University Wuerzburg/Pázmány Péter Catholic University, Budapest
- Péter CSILLIK*, Institute of Finances and International Economic Relations, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged
- István DEÁK*, Institute of Finances and International Economic Relations, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged
- Miklós FELLEGI*, Department of Finance, Faculty of Economics, University of Miskolc
- Edit FODOR*, National Bank of Hungary, Budapest
- Péter HALMOSI*, Institute of Finances and International Economic Relations, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged
- Balázs JANECSKO*, Raiffeisen Bank, Budapest
- Péter JUHÁSZ*, Institute of Business Economics, Faculty of Business Administration, Corvinus University of Budapest
- Klára KATONA*, Faculty of Law and Political Sciences, Pázmány Péter Catholic University Budapest
- András KOSZTOPULOSZ*, Institute of Finances and International Economic Relations, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged
- György KOVÁCS*, Institute of Finances and International Economic Relations, Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged
- Ágota KRÉNUSZ*, Institute of Finance and Accounting, Department of Investments and Corporate Finance, Corvinus University of Budapest
- Agnieszka KRYMARYS-BALCERZAK*, Poznan University of Economics
- Csaba LENTNER*, Faculty of Economics, University of West Hungary (Sopron)

Ágnes LUBLÓY, Institute of Finance and Accounting, Department of Investments and Corporate Finance, Corvinus University of Budapest

István MAGAS, Department of World Economics, Faculty of Economics, Corvinus University of Budapest

Dániel MÓRICZ, Institute of Finance and Accounting, Department of Investments and Corporate Finance, Corvinus University of Budapest

Balázs PÁLOSI-NÉMETH, Faculty of Economics, University of Debrecen

Géza SEBESTYÉN, Institute of Business Economics, Faculty of Business Administration, Corvinus University of Budapest

Tamás TARJÁN, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences, Budapest

Miklós VÉBER, Raiffeisen Bank, Budapest

Woldie ATSEDE, University of Glamorgan

East from Eden

Katalin BOTOS

Hungary just like its neighbours in Central Europe is far from being a wealthy state. For so many years, wealth meant us the shopping centres of Vienna, the Big Ben of London and the Eiffel-tower of Paris. Today we are allowed to travel freely and see the miracles of the West if we can afford it.

Even the countries of Western Europe are far from Eden comparing them to the U.S. There is an increased international competition among the leading centres of the world. Primacy is of no doubt. But is this situation so determined that it cannot be changed? People are still able to change things by hard work on the long run! Or are there any objective factors that enable Europe to copy the American sample? Indeed, in our knowledge-based post-industrial society is there anything that depends on outer conditions and not on humans?

Are conventional rules of corporate financial settlement in a crisis? About the conflict between book and market value

Iván BÉLYÁ CZ

Evaluation of stock-market investments and „vincibility of market” has occupied both theoretical expert and market participants for a long time. In this paper, the author suggests that market value should reflect book value on a balanced and efficient market. The company should be considered as a market entity defining its real book value. Under circumstances and also also independent of the „new economy” a part of companies is making attempts to manipulate the estimation of book value. This study is instancing some special cases and seeks the solution for this current crisis. The study comes to the conclusion that in order to withstand manipulations raising corporate transparency, correct and unbiased evaluation of intangible assets and perfecting of responsible management are essential.

Key words: book value, market value, stock market, corporate

Beyond Globalization Monetary tools towards a sustainable regional development

Stefan BRUNNHUBER

Six global megatrends are considered which are likely to impact any region in the world at any time. Regional solutions to such challenges will require revisiting the currently prevailing assumptions concerning our industrial-age money-system. It reveals itself not a neutral component at the service of the system, but instead significantly affects the options available in the real economic sector. Apart from the conventional solutions (neo-liberal and neo-

keynesian approach), complementary monetary solutions arise, which can balance out the whole financial system on a regional level and can lead to a more sustainable and just future.

Keywords: global trends, monetary-system, complementary solutions

Population, employment, pension

Mária AGUSZTINOVICS

This study is drawing attention to the problem that level of pensions and equilibrium of the pension system in the future is endangered not by demography but by the low level of employment.

Fictitious report on a debate in the Hungarian parliament in 1990 State finances from the viewpoint of an outstanding economist

Katalin BOTOS

In this study I present arguments for restoring the operation of the social market economy and guaranteeing that executive power rests on sound principles. First, we have to clarify the theoretical frameworks within which we can think and act. Many people ask why we should spend time on this question. They presume to know the frameworks.

I do not agree with this point of view as this is not simply a clarification of theoretical arguments. We must implement a good economic policy in Hungary in practice and not in theory! After all, Hungarian rule of law was established and developed during the past 40 years according to the German model.

We should remember an outstanding Hungarian economist, Gyula Kautz, who was a theoretical and professional expert in state finances. Admittedly, the economic climate has changed a lot during the last 100 years, but his thoughts written in the 3rd volume of *National economies and theoretical finances* have stood the test of time.

In this study I intend to summarize the essence of finances, the main expenditures of the state, the establishment of a fair tax system and the handling of state debt.

The Netherlands and the new members of the EU

Miklós FELLEGI

The aim of the study is to show a country which is smaller but economically far advanced than Hungary. Above all I chose from those characteristics of Dutch economy which reflect well the „secret” of the advanced state of the Netherlands.

In the following decades, Hungary is going to have a good chance to grow. In this process every experience may be useful for the Hungarian economy. One of the most important things is to create a good informational system for the economic policy.

Good government policy must be based on good quality information. This is true for the Netherlands, but also for Europe as a whole. Netherlands is working towards a consistent European system of statistics in which national statistics can be compared with each other. Europe is becoming increasingly important for politicians, policymakers, scientists, producers and consumers.

Tailoring or tightening the shape? Reform of the Stability and Growth Pact

Edit FODOR

The study discusses issues related to the framework of EU fiscal policy coordination and multilateral surveillance in light of the academic and institutional debate on the reform of the Stability and Growth Pact. It gives a detailed analysis of the results of fiscal consolidation as well as procedural difficulties, and the strengths and weaknesses of the Pact from the experiences gained in the past five years. On the basis of the Statement of the Ecofin Council dated on 10 September 2004, the study makes a summary and an assessment of the reform options proposed either by researchers or the European institutions, including a „best guess” of the reform options.

As far as these reform options are concerned, the author came to the following four conclusions. First, it can be taken as granted that the Treaty provisions regarding the fiscal policy framework will remain unchanged. Second, as a consequence of the latter, the majority of the reform proposals suggest alternative ways to „soften” the inflexible rules on the reference values for debt and deficit by changing only the secondary legislation. It seems likely that the definition of the medium-term objective will be more tailor-made and free rider behaviours – in statistics, accounting or forecasting – will have less room in the future. It is not likely that some expenditure items serving long-term objectives (e.g.: structural reforms, investments) will be regarded as bellow-the-line budgetary expenditure. Third, the reform seems to make the debt criteria operational comparable to the role of the deficit. Finally, more incentives can be expected to encourage Member States to better behave in good times and to avoid pro-cyclical fiscal policy.

Local government borrowing in EU countries: Possibilities and restrictions

Péter HALMOSI

Financing local governments (LGs) has caused serious problems in most European countries recently. The problem is complex because states face new tasks in the globalised world economy, thus shifting the importance of these tasks. Complying with EU requirements is an important new task, for instance, emphasising redistribution in order to decrease structural differences. Another change is that states are no longer the main producers of public goods, but the main organisers of public tasks. LGs thus act as agents of the central government. These challenges have a contradictory effect on the state budget: the need for

investments to increase efficiency must be harmonized with fiscal restrictions to increase competitiveness. This study does not aim to resolve this contradiction, since this would require a complete analysis of all countries, but it is an attempt to present the circumstances which have changed the importance of traditional local financial resources.

Key words: local government, local borrowing, European Union, finance

The challenges of globalisation and the course of Hungarian monetary history

György KOVÁCS

My study deals with three stages of Hungarian monetary history in the era of „global challenges” to Hungarian economic policy. The common feature is that economic policy was able to react effectively to financial crises lasting for several years or even decades based on the powerful status of Hungary in Central Europe and the role it played in European diplomacy. The three periods discussed are as follows: the era of Robert Karoly, that of Gabor Bethlen and the last 30 years of the 19th century. Admittedly, these were not the only periods in which significant financial crises occurred in Europe, for instance during the devaluation of currencies in the 11th–12th centuries and the inflations of the French Revolution, the Napoleonic Wars, and the Great Depression of 1929–1933, all of which disrupted European financial systems and thus Hungary's as well. In these periods, however, Hungarian economic policy was not able to give the right answers to the challenges and the country had to suffer crises lasting for several decades.

Key words: monetary history, globalisation, financial crisis, active economic policy

Effects of Financial integration in the world economy. Empirical experiences between 1970–2002

István MAGAS

Are there any real positive effects of financial globalization in the developed and developing countries? This study gives an affirmative answer comprising of two parts. In the first part, we prove that financial integration has had significant positive effects both on long- and short-run. In the last 15 years average conjunctural fluctuation showed a decreasing tendency. Some empirical studies of describing macro-volatility have the same conclusion [see: Taylor (1999), Bergman et al 1998, Dalsgaard et al (2002)]. Considering a long and short term period (40 and 15 years, respectively) in all developed countries – especially in the USA and Germany – we experience that business cycle fluctuations of domestic market have decreased. We can admit it as a positive contribution of globalization.

In the second part, we examine the connection between open financial markets and economical growth in developing countries. We take into consideration the costs and profits of opening the economy. Our final conclusion is that cautiousness is justified from creditor

and debtor as well. This should not cause pessimism, because in the last two decades of intensive globalization numerous examples have attested that financial openness supports economic growth.

Key words: financial integration, world economy

Financing SMEs with special attention to Polish and Hungarian experiences

*Adél ANDRÁSSY – Agnieszka KRYMARYS-BALCERZAK – Csaba LENTNER –
Atsede WOLDIE*

In the 1990s, Eastern-European countries transformed their economies into market economies. After privatisation and corporate reorganisation the main outlines of a new private ownership structure have been established by the second half of the decade. At the same time a peculiar post-socialist ownership structure has developed in the region.

Dominant part of the production of the economy is carried out by multinational companies in custom free zones while SMEs representing the majority of all enterprises play a limited role in economic growth. After the transition, these SMEs were short of financing resources and inappropriate monetary and tax policy decisions did not bring supportive environment for them either.

It is worrisome that FDI of multinational companies declines and they don't have strong connections to Hungarian and Polish consuming and producing sectors. In the last couple of years these multinational companies tend to invest outside of Central Europe – for instance Ukraine, Romania, China – in order to retain competitiveness and increase shareholders' returns. In their investment policy per capita employment costs play a prominent role. Our region in this respect is not so attractive for them anymore and Eastern-European markets are more and more saturated with their products.

SMEs play an important role in most of these economies due to the fact that in aggregate terms they are the largest employers, make a significant contribution to export and GDP and the majority of these enterprises are owned by domestic private persons.

Up to present, banks neglected to finance SMEs due to high sectoral risks. Enterprises mainly used previously cumulated profits for financing their operation. Due to changes in business environment, banks have recently been paying increased attention to SMEs.

Key words: SME, bank credit, financing

The motives of cross-border acquisitions and mergers

Csaba BALOGH

The last wave of mergers and acquisitions has been the largest among those five that had occurred in the past hundred years. It has significantly outperformed the previous waves not only in numbers but also in the value of transactions and was dominated by cross-border

mergers and acquisition. Although Hungary leads Central Europe in cross-border acquisitions, data clearly shows that companies in this region are rather targets than generators of cross-border transactions.

The driving forces of this process are technology-led environmental changes, regulatory framework and capital market deregulations. Now cross-border acquisitions are almost exclusive sources of economic growth, which is explained by the increased importance of the time factor and the demand for possessing assets immediately. However, it is not always advisable to press for time taking into consideration that companies implementing cross-border acquisitions might even go bankrupt if acquisition decisions were not properly planned.

Key words: cross-border acquisitions and mergers

The Taylor-rule of the Federal Reserve Bank and its consequences for following and closing-up countries

Péter CSILLIK – Tamás TARJÁN

This study is aiming to answer two questions: (1) is it true that a formalized monetary policy based on collective welfare serves actors of the economy better than an anti-inflationary and discretionary monetary policy? (2) if this is so, how it is possible to declare the potential emission level of countries falling behind in technological terms? This problem is not so simple for them than it is for the USA, where per capita potential emission has been stable at an annuyl rate of 0,018 for 120 years.

Key words: monetary policy, theory of growth

Globalised management accounting

István DEÁK

A number of people consider the opinion that a revolution is taking place nowadays in management accounting. This revolution is not as spectacular as revolutions generally are but has brought changes that would have been unimaginable years ago. This process was fuelled by many circumstances. First of all, we must mention globalisation which created extensive demand for comparable accounting standards. Beyond this, we must mention the series of severe accounting irregularities at some American (and European) companies that have shaken faith – among others – in the American management accounting system. These effects have forced regulatory bodies dealing with accounting settlements and reports to reconsider former measures and to formulate new rules that can guarantee reports to correspond to the requirements of reliability and comparability resulting from changes in the world economy. This study outlines the path that could lead to the establishment and acceptance of a unique world accounting system.

Key words: standards, standard maker, convergence

Bazel II and granularity

Balázs JANECSKO

The aim of this study is not to introduce the most important principles, goals and points of Bazel II agreement from the regulators' point of view (e.g. three pillars, possible methods, risk management processes). A detail explanation can be found on the web site of the Bazel Committee (www.bis.org) and on the sub-web site of the Hungarian Financial Supervisory Authority (www.pszaf.hu) dealing with useful guides of Bazel II, translations and links (e.g. Bazel II draft directive). In this study, the economic and mathematic framework, method of the new regulation is analysed. Also a simple way of handling concentrated risks not covered by the Bazel II agreement is outlined.

Key words: Bazel II, prudent operation, granularity

The possibilities of monetary evaluation of human resources

Péter JUHÁSZ

The role of human resources in raising corporate value has increased significantly in recent years. Although many evaluation methods emerged in professional journals during the past decades they seem to be contradictory and are hard to adapt to the requirements of accounting standards. Thus, the value of human resources is measured only by a few companies which makes it impossible for leaders and owners to make effective decisions.

In this study, I propose a consistent evaluation method that although follows the mainstream theory is a combination of the already existing approaches. Applying this new method one can complement the balance sheet with human resource data. The method uses a different evaluation for measuring liabilities and assets regarding to human resources. The human capital value of a company can be derived from the difference between human resource assets and liabilities.

Key words: human resources, evaluation

Analysis of determining factors of FDI flowing into Hungary

Klára KATONA

In the 1990s, foreign direct investment played a determining role in world economic development. However, in Central-Eastern Europe and especially in Hungary it was an integral part of the economic transition as well.

This study gives a review of the main economic theories and international evidence concerning the determinants of FDI. It analyses how relevant these determinants were in case of Hungary during the 1990s, i.e. what were the main determining factors of FDI in Hungary. My analysis is based on a regression model. The examined factors are: *GDP growth*,

population, final consumption (market size), import volume (openness), level of privatisation, taxation system, labour cost, labour skills.

It turns out clearly that on the long term labour skills was the main determining factor of FDI in Hungary. Therefore I conclude that Hungary's competitive position on world capital markets could be maintained by supporting education and R&D activities.

Keywords: Foreign direct investment, determinants of FDI, tax incentives, labour costs, labour skills, privatisation, Central and Eastern European countries, Hungary

The role of states in encouraging informal venture capital markets

András KOSZTOPULOSZ

SMEs capable of growth play a significant role in employment, innovation and the strengthening of entrepreneurship. The dismantling of financing obstacles is however unresolved. The reason why financing possibilities are so weak in the start-up stage is that resources gained from family members and relatives are not sufficient any more and commercial bank loans and formal venture capital investments are still beyond their reach. Business angels (or informal venture capitalists), however, may provide small entrepreneurs with necessary human and financing capital. States should thus encourage the viable and effective operation of informal venture capital markets.

In this study I discuss three fields of possible interventions from the state: encouraging the supply side and developing the demand side of the informal venture capital market, and raising market efficiency. Finally, I intend to formulate suggestions for further market developments.

Key words: informal venture capital, business angels, role of the state, business angels network

Determinants of capital structure

Ágota KRENUSZ

The company's capital structure can be defined as the distribution of cash flow induced by investments among the owners of long-term assets. When the chief financial officer decides on the financing of investments he or she also decides about the structure of owners.

Chief financial officers of a company have to make two main kinds of decisions: financing and investment decisions. Capital structure problems are strongly attached to the former one.

Investment decisions play a determining role in corporate success and are indispensable for survival. Investments with positive net present value are to increase corporate value. Can financial decisions do the same? Financial managers endeavour to establish a capital structure that maximises corporate value. To build up an optimal capital structure, however, needs in-depth knowledge of the business environment.

This study deals with capital structure determinants and their effects on the regularity of capital leverage. First, I investigate what are the determinants of differences in capital leverage. Then, I trace possibilities of measuring capital structure and elaborate on the determinants influencing capital structure decisions. And finally, I briefly present the outline of my empirical research, the results of which will form the subject of another study.

Key words: policy of financing, capital structure, capital structure determinants

The Hungarian interbank market

Ágnes LUBLÓY

The paper aims to analyse the Hungarian interbank market on the base of uncollateralized interbank loan and deposit transactions denominated in Hungarian forints. By analysing turnover data, the monthly turnover of the Hungarian interbank money market demonstrates an upward trend. Concerning the maturity of the interbank loan and deposit contracts the overnight transactions dominate the market. The average volume of the uncollateralized interbank assets was 208,7 billion HUF in 2003, which accounted for 1,71% of total assets and 19,69% of tier 1 capital of the banking sector. Interbank transactions on the first place are dominated by overnight transactions, and to a smaller extent by one-, two-week, one-, three- and six-month transactions. The daily volume of the interbank transactions is rather volatile.

By analysing the key dimensions of the structure of the interbank market, one can conclude, that the Hungarian interbank market is moderately concentrated. Concerning the market share (measured by the total assets and liabilities) the first institutions cover 45% of the market, while the first ten banks represent about 80% of the market. The structure of the interbank market is similar to a multiple money centre structure, where the role of money centers are played by fifteen Hungarian banks. The hypothesis of the multiple money centre structure is also supported by the fact, that 60% of interbank transactions are settled among the 15 largest banks, while in 95% of transactions at least one of the partners is among those 15 banks.

Key words: interbank market, transactions, concentration, structure

The Effect of Corporate Defined Benefit Pension Plans on the Risk of Stocks – Leverage and Cross-Holding

Dániel MÓRICZ

This study deals with the effect of corporate defined benefit pension plans on the risk of stocks induced by the different nature of the pension fund's assets and its benefit obligations. Among the assets of defined benefit pension plans the share of stocks is usually high, while the benefits do not depend on the investment performance of the fund's assets. As the consequence of this, by increasing the leverage and creating cross-holding effect the

performance of the pension fund's assets influences the value and risk of the sponsoring company stocks.

In a CAPM-based model I show that the leverage and the cross-holding effect caused by unimmunized benefit obligations of corporate defined benefit pension plans may increase the volatility of the stock market, and may change the systematic risk of stocks and the proportion of the individual, non-diversifiable part within the total variance.

Key words: defined benefit pension plan, pension fund, portfolio selection, equity valuation, financial leverage, cross-holding, CAPM

Capital markets and globalisation in the mirror of the past

Balázs PÁLOSI-NÉMETH

It is not widely known that the intense globalisation of finances – as one can see it nowadays – has not happened first in history. The expansion of the world economy during the preceding 50-year before the first World War exceeded the current expansion to some extent. In this study, I investigate morals of the past in the viewpoint of financial globalisation. Furthermore, I analyse the question in what aspect the two globalisations of the capital markets differ.

Key words: capital markets, globalisation, diversification, correlation

Practical questions of CAPM in relation to the Hungarian capital market

Géza SEBESTYÉN

The CAPM model, which was designed in the 1960s, is still the most widely used method for the calculation of capital cost. However, when applying the theory into practice, we face a number of open questions: which investment decisions can be considered to be risk-free, which portfolio represents market risk, what period should be chosen for yields and how shall we define the period of estimation? Yet, the most important practical question is how accurate this model is. Adopting the model into the Hungarian capital market the study attempts to find answers for these questions by comparing several alternative models.

Analyzing domestic stock prices in the period between 01/01/1999 and 30/06/2004 the study concludes, that the CAPM model can not be used for explaining fluctuations in the yields of portfolios and single stocks except some highly-weighted stocks of the BUX index. Monthly yields of a two-year period and the BUX index proved to be the best choice both in case of forecasting and explanation.

Key words: CAPM, capital cost, expected yield, estimation of Beta

Modelling stock prices with alpha-stable Levy-processes

Miklós VÉBER

This study presents a model-class that is more applicable to describe hectic market fluctuations than the traditional financial models. It is widely known that the standard Brownian motion is often not the appropriate model for describing stochastic behavior of stock prices. The use alpha-stable Levy-processes can be a possible solution for this problem due to inexistence of the second moment of these distributions. Levy-processes takes extreme values with higher probability than the standard Brown-motion.

Taking into consideration the characteristics of the alpha-stable distributions we introduce a new model-class, highlighting the numerical problems of the parameter estimation. Finally we demonstrate an application of this approach.

Key words: stock price models, stable distributions, Levy-process



X 7471

F/SI - 12

XB 122017

A tördelést a JATEPRINT,
a Bölcsészettudományi Kar Kiadványszerkesztősege végezte
WordPerfect 8 kiadványszerkesztő programmal.



Kiadja a JATEPress
6722 Szeged, Petőfi Sándor sugárút 30–34.
<http://www.jate.u-szeged.hu/jatepress/>

Felelős kiadó: Dr. Hetesi Erzsébet egyetemi docens, dékán
Felelős vezető: Szőnyi Etelka kiadói főszerkesztő
Méret: B/5, példányszám: 300, munkaszám: 12/2006.